全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股市的逻辑

THE LOGIC OF STOCK MARKET

陈培雄·著

本书带您步入股市殿堂，分析中国股市，揭秘股市问题，解读股市逻辑。

市场经济创造了人类辉煌。市场是一种制度，实现了商品定价和交换；市场是不断创新的过程，股市是制度创新的结果；股市不是普通市场，读懂股市并不简单。

新华出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



股市的逻辑

THE LOGIC OF STOCK MARKET

陈培雄 · 著

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和
www.55188.com
理想藏书55188

图书在版编目(CIP)数据

股市的逻辑 / 陈培雄著. —北京 : 新华出版社，2016.2

ISBN 978-7-5166-2378-7

Ⅰ. ①股… Ⅱ. ①陈… Ⅲ. ①股票市场—研究—中国 ②融资—资本市场—研究—中国 Ⅳ. ①F832.5

中国版本图书馆CIP数据核字（2016）第047470号

股市的逻辑

作　　者：陈培雄

出 版 人：张百新　　　　责任编辑：朱思明

封面设计：李诗欣

出版发行：新华出版社

地　　址：北京石景山区京原路8号　　　　邮　　编：100040

网　　址：http://www.xinhuapub.com　　　　http://www.press.xinhuanet.com

经　　销：新华书店

购书热线：010-63077122　　　　中国新闻书店购书热线：010-63072012

设计制作：余亚

印　　刷：广州市骏迪印务有限公司

成品尺寸：165mm×242mm　1/16

字　　数：250千字　　　　印　　张：16.125　张

印　　次：2016年3月第一次印刷　　　　版　　次：2016年3月第一版

书　　号：ISBN 978-7-5166-2378-7

定　　价：48.80元

图书如有印装问题，请与出版社联系调换。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

陈云贤：探索中国股市改革之路

作者曾是广发证券公司的中层管理者，担任过资金管理部、清算中心、电脑中心等部门负责人，参与筹建过广发基金公司。同时也是国内少有同时从事过期货市场、证券市场、技术市场、产权市场管理和研究工作的同志。十多年来一直孜孜不倦研究证券、技术等高端市场，《股市的逻辑》一书就是他研究的结晶。在这本书中，作者通过分析中国股票市场现状，指出了中国股票市场存在的功能性缺陷和制度性缺陷。功能性缺陷主要表现在混淆了直接融资市场与股票交易市场的关系。事实上，股票市场与直接融资市场是两个完全不同的市场，尽管两个市场具有密切的关系，但是不能混为一谈。我们一直在苦苦探寻为何直接融资比例过低，为何股票市场始终难与国家经济走势相关，作者提出的观点作为具有独特视野的一家之言值得我们探讨研究。作者提出的中国股票市场制度性缺陷又称技术性缺陷，是指中国股票市场至今没有实行国际规范的“银货对付”准则，券商与证券交易所的股票交割和资金结算不同步进行。如果这一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

问题存在，它将揭示出我国证券市场存在较大的技术漏洞，也将提出为什么会出现光大证券乌龙事件的可能原因。作者较为熟悉整个股票市场的底层运作，他所提出的这一问题，也需要我们去认真探讨研究。

在深入分析股票市场基础上，作者创造性提出了“科技股票市场”、“多类型资本市场”等新的概念。他提出科技股票市场形式上是股票市场，本质上却是实现技术商品交易的技术市场。如果它能够在实践中获得成功，将能解决困扰我国多年的技术商品交易难题，推动国家科技发展和经济转型升级。作者认为美国纳斯达克市场（包括分值股票市场[①]）是世界上第一个科技股票市场。由于科技股票市场与传统股票市场属完全不同类型的股票市场，所以作者提出了多类型资本市场概念。

回顾我国股票市场历史，我们已经走过了二十多年的发展历程。股票市场对一个国家的经济能起到较大的推动作用，因为股票市场具有较强的资源配置功能。美国在传统股票市场基础上创建了纳斯达克股票市场（作者称之为科技股票市场），短短十多年时间培育出一大批世界著名高科技公司。认真总结和探讨我国股票市场的现状及发展将能进一步说明我国市场配置机制还有很大拓展空间，从而说明中国经济还有巨大的发展潜能。

是为序。

2016 年 1 月 15 日

---

① 林建 .《大交易场：美国证券市场风云实录》. 机械工业出版社（2007 年）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

陈恒富：变革才有出路

股市是一个很奇妙的市场，看懂股市并不容易。过去我们曾经认为它是一个充满邪恶的市场，今天发现它充满神奇。美国股市创造了人类科技辉煌，世界各国趋之若鹜，纷纷效仿，但是真正能模仿成功的却寥寥无几。二十多年前我们引入了股市，期待中国股市能有辉煌的一天，遗憾的是事与愿违。同样是市场为什么有如此巨大的差别，说明此市场非彼市场，此股市非彼股市。

如果把股市视为土壤，上市公司视为根植于股市土壤中的种子，上市公司能否茁壮成长，自然取决于土壤的成分（包括土壤代表的环境）。土壤的成分就是股市的制度设计，不同的股市制度设计代表不同的土壤成分。美国纳斯达克市场无疑是一片特别适合高科技公司成长的土壤，这就是它能在短短的几十年内培育出微软、思科、英特尔、苹果等一大批高科技公司的原因。在中国股市这片土壤里，我们种下的不仅是种子还是已经成才的树，可这些树似乎水土不服。我们不得不怀疑中国股市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

土壤的成分，质疑中国股市制度设计的有效性。

陈培雄同志长期研究中国股市制度设计，从而发现了中国股市存在的问题，或者说与国外规范股市制度设计上的区别。这些区别主要体现在：(1)股市是否包括融资功能。我国传统教科书认为股市包括融资功能，陈培雄同志的研究结果是股市不应该包括融资功能，并且引用国外权威教科书论证了这一观点；(2) 银货对付准则。这是一个不容怀疑的市场制度设计准则，而中国股市没有严格遵循这一准则；(3) 会员制。会员制也是国际上股市普遍采用的规则，陈培雄同志指出了我国股市没有采用规范的会员制。中国股市问题是否是这些不规范的制度设计引起的，我们尚不能下定论。但是有一点是可以肯定的，在我们尚未掌握股市的真谛之前，不应该盲目创新。按照国外规范的、已经成功的股市制度设计中国股市模式是我们最好的选择。这就需要我们读懂股市，理解股市的运行规律，《股市的逻辑》一书帮助我们做到了这一点。

陈培雄同志是国内少有同时从事过期货市场、股票市场、技术市场、产权市场等高端市场的高管人员。曾经参与筹建的市场和机构包括：广州第一家期货交易所、中国第一家期货独立结算公司、中国第一家股权交易市场、广发基金、广州技术产权交易所等。多个高端市场的管理实践和长期的研究，使得该同志对各个高端市场运行机理融会贯通，有机结合，从而较好掌握了各个高端市场应遵循的运行与发展规律。《股市的逻辑》一书除了讲述股市的运行规律，还提出了多类型多层次资本市场、科技股票市场等创新概念，打开了我们的思路。作者希望我为他的书写个序言，尽管我还难以准确评价这本书的价值，但是我非常钦佩陈培雄同志的探索精神和满腔热忱，长期以来他一直关注中国股票市场，一直

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

关注中国的科技成果转化。我希望他的这本书能够得到广泛的关注，特别是有关部门的关注，从而能够对中国股票市场顶层设计产生有益的影响，使中国的股票市场更加完善，更有力地促进中国经济的腾飞。

陈恒富

2015 年 12 月 6 日

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

自序

感谢陈云贤博士和陈恒富教授为本书作序，在我人生职业道路上这是我遇见的两位贵人。1992 年我参与筹建广州第一家期货交易所，陈云贤博士代表广发银行筹建配套的中国第一家期货清算公司。当广东期货市场受到国家政策性关闭时，是陈云贤博士把我引入了证券市场。《股市的逻辑》一书中的很多观点，应该是我进入广发证券后形成的。广发证券在陈云贤博士的率领下，从广发银行的一个小小证券部一跃成为了今天叱咤中国证券市场的赫赫有名上市公司。我们这些曾经在陈云贤博士领导下的员工，不论是离开了的还是仍然留在广发证券的，大家都对陈云贤博士发自内心的高度认同。正是在他的带领下，才有广发证券今天的辉煌。以后陈云贤博士官至副省长，经常出现在公众视野中，所以大家对他不陌生。

也许大家陌生的是陈恒富教授，他尽管没有什么大的名气，实际上也是一位传奇式的人物，我对证券市场的很多认识源于与陈恒富教授的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

交流。当年他在深圳一家美国基金公司工作，而我在广州的广发证券公司工作。陈恒富先生是我的老师也是好朋友，当年我们一批从事证券的朋友对他的渊博知识都佩服得五体投地。在节假日期间，我们一批不同证券公司的朋友们常常相聚在深圳或广州，都非常喜欢听他侃大山。几杯酒下肚，他总能给我们讲述一些从书本上看不到的深刻道理，一般人不知道的有趣故事。他精通哲学、历史、文学、数学，对股票市场有着比一般人更深刻的理解。上世纪九十年代中他率先在国内提出创业板方案。当年我曾经邀请陈恒富教授给广发证券公司投资银行员工作了一次精彩演讲。我印象最为深的是他对股票市场是财富“蓄水池”的论述，使我第一次知道了股票市场居然还有这个功能。当年他就讲到，比尔•盖茨的财富大部分是以股票形式存在的，这种财富形式只要不流入社会就不会造成危害，不会与穷人争夺物质财富。社会每年只要给比尔•盖茨的股票市值在后面增加个零，比尔•盖茨就十分满意了，这就是关于股票市场是财富蓄水池的观点。

如果没有股票市场，社会大量财富不能虚拟化，就会对实体经济、社会稳定产生影响。当年陈恒富教授对股票市场的如此深刻认识使我们一批从事证券的工作者受益匪浅，至少十年之后才开始有人理解这些观点。至今我们也没能在资本市场教科书上看到如此精彩的论述，并且中国股票市场也一直没能很好充当社会财富蓄水池作用。

1. 不断的高端市场实践

1992 年从大学下海，我就与我国高端市场[①] 结下了不解之缘。最早

① 高端市场：期货市场、证券市场、技术市场、产权市场。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

参加了广州第一家期货交易所（包含了中国第一家独立期货清算机构）的筹建。1997 年由于广东期货市场被国家政策性关闭，有幸进入了陈云贤博士领导的、号称博士军团的广发证券公司。在广发证券公司负责过资金部、结算中心、电脑中心等部门工作，期间还担任过广发期货清算公司董事长。2001 年从广发基金筹备负责人岗位上离开，参与了广州技术产权交易所的筹建并担任总经理。曾经推动国家科技部对技术产权市场的改革，试图在技术产权市场基础上创建我国证券三板市场，当然没有成功。但后来还是形成了以中关村科技型企业为上市主体的新三板乃至今天的新三板。2005 年我被当时国内最大的产权市场即上海联合产权交易所作为人才引入，招聘到上海工作，目标是在上海浦东新区开辟新的业务。当年的上海浦东是我国第一个综合改革试验区，众所周知的原因，很多创新业务没能在上海开展。所以 2006 年我又代表上海联合产权交易所到郑州兼任河南省技术产权交易所执行总裁。当年在国家发改委和河南省政府的大力支持下，我们在河南省技术产权交易所基础上创建了中国第一家股权市场——河南省股权交易中心。尽管如今全国遍地开花的股权交易市场已经获得了高层的认可，可当年情况并非如此。在股权交易市场业务难以开展情况下，2007 年我回到了广州，参加了广东省产权交易机构的建设。2014 年我牵头承担了国家发改委重大改革研究课题《科技成果要素资源市场化配置研究》，如今又开始了现代技术市场、科技股票市场的研究和实践。

2. 实践出真知

人类从事市场交易活动至少已经有了几千年的历史，而经济学诞生

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

才不过几百年的事情。亚当·斯密关于市场是无形之手论述家喻户晓，不是学经济学的人也能说上几句。然而，主流经济学家似乎不研究市场，因为主流经济学假设市场没有交易成本。经济学家用市场结果，他们认为市场总能产生出理想的结果。现实情况大部分确实如此，只要市场也是市场竞争的结果，竞争总能产生出理想的市场。遗憾的是，总有少数特殊的情况。当这些特殊市场产生出错误的信号时，人们并不怀疑这些结果，从而导致资源错配。我国一些高端市场无疑是不成功的，这些不成功的市场可能产生错误价格信号，导致资源错配。这些市场遇到的问题，均与经济学家不研究市场相关。

以我亲身经历过的中国第一个也是唯一一个期货独立结算模式的兴衰来说明这一点。上世纪九十年代初期，我国呈现期货市场热。全国各省市，包括老少边穷地区都要设立期货交易所。短短几年时间，全国一下冒出了四十多家期货交易所。而采用独立结算模式的仅有广州这一家，[①] 最早称为广州橡胶期货交易所后来改名为华南商品期货交易所，配套的独立结算公司称为广发期货清算公司（简称独立结算公司）。由于是独苗，所以备受监管高层的关注和支持。1993 年面对中国期货市场混乱局面，监管部门开始第一次清理整顿，计划只保留十五家，具有独立结算模式特色的广州期货市场很快获得验收通过。当时广州的两家期货交易所合并为一家，称为广东联合期货交易所。独立结算公司作为全国试点典型，保留为广东联合期货交易所的独立结算机构。第一次清理整顿后的十五家期货交易所，采用独立结算模式的也仅有广州这一家。

广东作为改革开放的排头兵和全国经济大省，位于省会广州的广东

---

① 独立结算模式：交易所的结算业务由独立的结算机构完成，交易与结算环节相分离。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

联合期货交易所采用的独立结算模式又是全国唯一，是国家需要试点中的试点，不论期货市场如何缩减，保留广东联合期货交易所应该顺理成章。遗憾的是在 1997 年的第二次清理整顿中，广东联合期货交易所也被清理出局了。原因何在？从表面上看，广东联合期货交易所与独立结算公司的内耗导致了监管部门决定关闭广东期货市场。记得当年期货部的一位领导对我说："上级领导很支持你们进行期货独立结算模式试点，为什么你们不能很好合作呢？能不能不吵架啊？"实际上监管部门也很想保留中国这唯一的独立结算模式，可我们当年就是不争气，两个机构之间的纠纷不断。从深层次原因分析，是我们当年设计了一个伪独立结算模式。什么是伪独立结算模式呢？在中国期货热时，大部分人并不懂得什么是期货市场，更不懂期货独立结算模式。参照仅有的几本期货市场普及书籍，我们就设计了期货市场和独立结算模式。以为只要是结算机构从交易所分立出来，组成独立的法人公司就是独立结算模式。事实上我们忽略了最核心的问题，交易与结算业务如何分离。由于没有按照真正独立结算模式分离业务，使得交易所与独立结算公司矛盾不断，如同农村宅基地产权不清易发纠纷。这种困惑一直到我偶然一次机会去美国芝加哥期货交易所实地考察才弄明白。美国芝加哥期货交易所是世界上最大的期货市场，采用的也是独立结算模式。当年我与其独立结算公司一位副总裁进行了深入地交流，这才发现我们从书本上学到的独立结算模式与真正的独立结算模式并不是一回事。美国芝加哥期货交易所的所有非当日期货合约，全部转移至独立结算公司。相当于由独立结算公司进行每日（结算）交易，风险也由独立结算公司承担，期货交易所只负责每天新期货合约的交易。人家的产权关系十分清晰。相比之下，我们产权不清，由

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

此造成了两个机构的争执不断。这就相当于城市商品房的产权清晰很少有矛盾而农村宅基地边界不清纠纷不断。安徽有个著名的“六尺巷”，故事中讲述的也是产权问题。产权不清是导致广东期货市场关闭的深层次原因，或者说不懂市场是导致中国第一个独立结算模式夭折、广东期货市场关闭的主要原因。多年来广东省政府、广州市政府一直在为重启广东期货市场而努力，至今还没结果。可以看出对市场的理解如何重要。

迄今为止，我们仍然对独立结算与内部结算认识不清。2014 年 4 月，我参加了中国金融期货交易所在深圳召开的专家座谈会。我在会上发言指出，我国目前对期货证券市场的监管水平还停留在当年我们犯过错误的水平上。具体表现在我国期货市场没有实行独立结算模式，但是证券市场却采用了独立结算模式。[①] 也就是说，该独立结算的没有独立结算，而不该独立结算的却实行独立结算。

独立结算模式的优点是交易与结算分离，可以有效控制风险，缺点是运作成本较高。人们选择独立结算或非独立结算模式主要从平衡风险控制与运作成本角度考虑。全世界只有期货市场需采用独立结算模式，即期货市场有内部结算与独立结算两种模式。原因是期货市场采用的是保证金交易制度，使得期货市场风险较大，如果出现买方或者卖方保证金不足以支付，那么期货市场必须先行垫付再追索。一旦期货市场没有足够的资金垫付必然出现金融风险，可以导致期货交易所破产。独立结算模式下，承担独立结算的机构往往是金融机构，抗风险能力强，从而保证了期货交易所不承担风险。这就是独立结算的作用，付出的代价是运作成本较高。证券市场则不同，证券交易采用的是现货（全额）交易，

---

① 我国证券市场采用独立的结算模式。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所以基本上交易所没有结算风险。国际上也没有听说证券市场需要采用独立结算模式，我国证券市场的独立结算模式无疑是画蛇添足。

“纸上得来终觉浅，绝知此事要躬行。”这是古人留给我们的道理。关于这一点，我们得敬佩张五常教授。作为一名经济学大师，他高度重视市场实践。他把自己的一个论文集称为《卖桔者言》。正如他自己在文中所说，为了验证价格分歧理论是否正确，他曾几次在过年时亲自去市场卖桔。经济学大师都如此，何况是普通人。

这一路走来使我对市场特别是高端市场有了较为深入的理解，能抓住各个高端市场的特点以及区别。在我牵头承担的国家发改委重大改革研究课题《科技成果要素资源市场化配置研究》中，我们对制约我国科技成果发展、经济转型升级的重要因素、科技成果的市场化配置问题进行了深入研究，提出了包括多次交易理论、科技金融结合、科技股票市场在内的一整套实施方案，从理论上解决了科技成果市场化配置问题。

3. 平凡而伟大的市场

市场（经济）给人类经济社会带来的巨变是令人震撼的。张维迎教授说：“市场经济是人类最伟大的创造，是人类进步最好的游戏规则！”[1]新中国成立后六十多年间，前后三十年差别巨大，我们每一位亲身经历过的人均无不感叹市场的力量。记得上世纪七十年代中期我在上海复旦大学读书时，商品短缺，暑假回家（江西）的一项主要任务是背一大袋肥皂回去。当年上海买肥皂也要凭票，但是至少有货供应，而江西当时就根本买不到肥皂，如今听起来似乎天方夜谭。同样的土地同样的人，

① 张维迎．《市场的逻辑》上海人民出版社（2010年）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

制度的改变就让中国经济发生了如此巨大的变化，我们不能不尊重市场敬畏市场。

（1）市场是平凡的

几千年前的古代人就懂得用市场进行商品交换，平凡到似乎每个人都知道市场、使用市场。当今社会市场上商品种类琳琅满目，交易方式层出不穷。每个人都在使用市场，都熟知市场。连学外语的马云都可以创造出辉煌的淘宝电子商务市场，没上过大学的黄光裕都可以创造出家电沃尔玛市场。说明市场是平凡的，每个人都可以玩转市场。

（2）市场是伟大的

人类经济社会的发展，一靠生产二靠交易。生产与物质打交道，交易与人打交道。科技的发展，使得生产成本越来越低，即生产越来越容易，所以生产出来的商品越来越多。越来越多的商品如果交易不出去就会成为废品，由此使得交易越来越重要，换言之交易成本越来越高。生产成本越来越低相对应的就是交易成本越来越高。降低生产成本依靠技术创新而降低交易成本依靠制度创新，所以吴敬琏先生提出制度重于技术的观点。生产实际上是一个消耗价值的过程，唯有交易才能使得已经消耗掉的价值获得恢复和提升。所以说，交易创造价值。交易在市场上进行，市场为交易存在，交易的标的物是商品。所以，商品、交易、市场几乎就是同义词。商品交易、市场交易讲述的都是一个道理。市场的本质是一组制度，美国纳斯达克市场是一个伟大的制度创新。之所以称其伟大在于从纳斯达克市场诞生了一大批世界级的高科技公司：微软、思科、英特尔、苹果等。四百多年历史的股票市场没有做到这一点，然而四十多年历史的纳斯达克市场做到了这一点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（3）市场是简单的

按照教科书对市场的定义，市场是用于交换商品的场所。人们可以简单认为建立一个可以买卖的地方就是市场。当然这个“场所”可以是实际物理空间也可以是虚拟网络空间。改革开放后的今天，大多数市场普通百姓都可以自由开办，自由进出，所以说市场是简单的。

（4）市场是复杂的

然而市场又是复杂的，复杂到人们至今都无法解释同样一种商品，有人办得好市场有的人就办不好。实践证明我国高端市场，包括期货、证券、技术、产权等市场，均是不成功的。人们都将纳斯达克市场看作股票市场，一个称为创业板的股票市场，一个与纽约证券交易所并行的多层次股票市场。可人们难以解释，为什么同是股票市场的纽约证券交易所出不了伟大的高科技公司？为什么世界上股票市场已经有四百多年历史，前三百多年的股票市场都创造不出伟大的高科技公司，一直等到纳斯达克诞生后的十多年时间就一下子冒出了那么多的高科技公司？为什么各国效仿纳斯达克市场均不成功？说明我们并没有真正读懂纳斯达克市场，更说明市场的复杂性。

市场的复杂性体现在市场并非是表面上反映的简单买卖关系。改革开放前我国也有商品买卖，显然那不是市场，因为价格都是计划指令定的。说明市场不仅仅是买与卖，还有产权清晰、自由进出等深层次问题。我国改革开放无疑是成功的，这种成功主要体现在我国经济取得了令世人瞩目的伟大成就。不难分析出，我国改革开放成就的取得主要依赖于成千上万个普通商品市场。相比之下，我国高端市场没有像大量普通商品市场那样获得巨大成功。以交易科技成果的技术市场为例，上世纪八十

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年代初期我国曾经创建了数万家技术市场，投入高达几千亿元，如今这些市场大部分偃旗息鼓。产权市场问题也很多，至少没人能准确地描述什么是产权市场。我国期货市场、证券市场尽管国家投入巨大，但也存在这样或那样的问题。仅从股票市场应该是经济晴雨表这一基本原理上分析，就可以得出结论，中国股票市场还不是经济学意义上的股票市场。

4. 发展经济需要寻找市场规律

宇宙间的事物发展均有一定的规律。例如，火箭上天需要符合第一宇宙速度 7.9 公里 / 秒；输血必须要区分血型等等。市场交易也是如此，例如，证券交易必须遵守一手交钱一手交货；期货交易的涨跌停板幅度必须小于保证金比例等等。如果违背了这些规律，就会受到惩罚。认识血型人们付出了生命的代价；我国证券交易不遵从一手交钱一手交货规则，付出了 327 国债、光大乌龙指事件的代价。中国科技为何投入大产出小，原因就是我国大量的科技成果无法市场交易，因为至今我们没有找到技术商品的交易规律。本书试图找出股票市场的发展规律，包括提出科技股票市场对我国发展科技的重要意义。

相信读完本书的朋友，一定会对股票市场有新的认识，也一定知道中国股票市场离规范的股票市场有多远。本书的几个重要观点摘录如下：

（1）股票市场不包括融资功能

长期以来，我国证券业一直认为股票市场包括融资功能，上市融资天经地义。本书试图纠正这一观点。

中国人民银行行长周小川先生在《资本市场的多层次特性》一文中说："在我国资本市场，一说上市公司，人们就理解为 IPO 并在交易所挂

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

牌交易的股份制企业。后来发现上市公司这个词其实不太准确，想要纠正也很难，人们都形成习惯了。实际上，公众公司有很多类型：有只挂牌不做公开发行的，也有公开发行后不挂牌交易的。这就是说，上市这个概念还可以再细化一些。”周小川先生谈到的“有只挂牌不做公开发行的，也有公开发行后不挂牌交易的”，实际上已经指出了挂牌（上市）与公开发行（融资）是两回事。

（2）我国没有直接融资市场

这个问题与上一问题相关联。由于误认为股票市场包括融资功能，所以人们就把股票市场视为直接融资市场。这与国际规范的直接融资市场格格不入，所以说我国没有直接融资市场。由于没有直接融资市场，导致我国存在两个严重问题。一是广大企业特别是中小企业融资难；二是长期以来，我国间接融资与直接融资比例一直倒挂，无法解决，危及国家金融安全。

本书提出了实现直接融资市场方案。

（3）区分上市批准还是融资批准

证券市场上，人们时下最关注的是注册制。不论注册制还是审批制（包括审核制），代表的都是“批准”，只不过批准的控制程度不同而已。由于我们将上市与融资两个概念相混，也就是相混了上市的批准与融资的批准。当我们严格区分这两个不同概念后就发现，上市的批准（上市注册制）与融资的批准（融资注册制）是两个不同的概念，笼统说注册制是有问题的。更重要的是，在非注册制下，我国企业融资实际上是政府背书的，当改为注册制后，政府不再为企业融资背书，我们需要依靠什么来填补这一空白？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（4）科技股票市场

本书首次提出了不同于传统股票市场的科技股票市场概念。科技股票市场与传统股票市场不同之处是其工具属性，而传统股票市场更多体现其融资属性。美国纳斯达克市场（包括分值股票市场）本质是科技股票市场。科技股票市场是解决科技发展的重要工具，是实现我国科技发展、经济转型升级的必要市场。科技股票市场是新的一类股票市场。

（5）多类型多层次资本市场

长期以来我们一直认为资本市场是多层次的。言下之意，资本市场只有一个类型，一个类型下的多个层次。当提出新的一类科技股票市场概念后，股票市场就应该是至少两个类型的市场。所以资本市场应该是多类型的市场，多类型下再形成多层次。

（6）科技金融

人们谈论科技金融，往往是从资金融通角度去理解，认为科技金融就是解决科技发展过程中的资金融通。资金融通对科技发展固然重要，但是资本的逐利性使得金融的融资属性是一样的，它不会以你是科技就对你格外青睐。金融有融资与工具两个属性，科技融资更重要的是要利用好金融的工具属性。本书提出的科技股票市场实际上属于科技金融的工具属性。

5. 本书的期望

人类社会发展，主要依靠技术创新与制度创新。相比之下，在技术创新道路上，我国与世界差距较大。改革开放以来我国经济所取得的辉煌成就，主要依靠的是制度创新，用市场经济替代计划经济，用市场方

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

式替代计划方式配置资源。市场由成千上万个普通商品市场组成，也包括股票市场。在成千上万个市场中，每一个市场对资源配置的效率不同，即市场经济中每一个市场的权重不同。显然，股票市场的权重要大于普通商品市场，即一个股票市场对资源的配置效率相当于许许多多个普通商品市场。今天中国股票市场现状对中国经济产生了较不好的影响，尽管是坏事但也是好事，说明在办好中国股票市场条件下我国经济还存在较大的增长空间。当然这取决于我们是否能办好中国股票市场，更说明办好中国股票市场意义重大。希望本书能够给读者提供有益的参考。

制度创新可以推动技术创新，美国纳斯达克市场成功做到了这一点。相信在治理好中国股票市场基础上，本书提出的科技股票市场可能会成为推动我国技术进步的一个制度创新。

陈培雄

2016 年 1 月 30 日

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



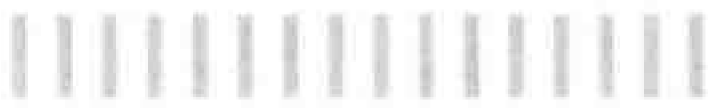
第一章

伟大的发明

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



目录



代序

陈云贤：探索中国股市改革之路

陈恒富：变革才有出路

自序

第一章 伟大的发明

一、人类发展的基石 …… 2

二、最伟大的技术发明 …… 8

三、最伟大的制度发明 …… 18

第二章 重读股票市场

一、历史偏见 …… 46

二、重新认识股票与股票市场 …… 47

三、防范股票市场风险方法 …… 51

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

四、股市结构及流程 …… 55
五、国外股票市场 …… 59
六、股市究竟有什么功能 …… 61

第三章 制度性缺陷研究

一、两种类型规律 …… 72
二、再谈商品交易 …… 74
三、无银货对付的中国股市 …… 77
四、案例分析：光大证券乌龙指事件 …… 80
五、股票市场的会员制 …… 87

第四章 功能错位

一、什么是融资 …… 98
二、直接融资与间接融资 …… 101
三、现行直接融资方式 …… 105
四、直接融资市场 …… 108
五、双无的现状 …… 110
附件4-1：中国股市赌场论的正与误 …… 112

第五章 缺失的危害

一、现行股市问题表象 …… 121
二、融资困难 …… 125
三、危害的体现 …… 128
四、区分不同注册 …… 131

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第六章 聚焦IPO改革

一、IPO问题 …… 140

二、交易模型研究 …… 149

三、资金资源与交易模型 …… 151

四、我国IPO配置方式 …… 157

五、解决策略 …… 161

附件6-1：我国IPO九次暂停九次重启 …… 168

附件6-2：证监会《关于进一步推进新股发行体制改革的意见》 …… 174

第七章 还原市场面目

一、经济的晴雨表 …… 188

二、还原股市功能 …… 190

三、重构市场 …… 193

四、股市的运行逻辑 …… 201

第八章 股市衍生功能

一、无限扩展的股市 …… 215

二、股市的双刃剑 …… 217

三、防范股市赌场化 …… 219

第九章 交易经济

一、商品交易 …… 232

二、商品分类 …… 236

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

三、市场交易规则 …… 239

附件9-1：资源配置与资源处置 …… 245

第十章 变换交易

一、什么是变换交易 …… 253

二、直接变换与间接变换 …… 257

三、股票相关变换 …… 259

四、技术商品变换交易 …… 264

第十一章 科技股票市场

一、创新的股票市场 …… 273

二、科技股票市场架构 …… 279

三、科技股票市场设计 …… 285

四、两类股市的区别 …… 292

五、美国科技股票市场 …… 295

六、科技股票市场的意义 …… 301

第十二章 多类型多层次股票市场

一、事物的分类 …… 308

二、股市的分类 …… 313

三、不分类产生的问题 …… 318

附件12-1：美国多类型多层次股票市场 …… 322

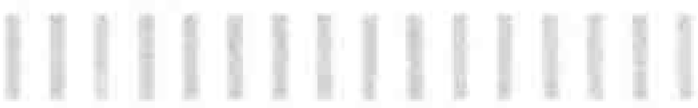
第十三章 推动经济增长双市场结构模型

一、市场经济创造人类辉煌 …… 333

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

二、市场结构模型 …………………………………… 340
三、经济增长双结构 ………………………………… 346
后记

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第一章 伟大的发明



人类历史可以认为是一部发明创造史，从古至今人类发展依靠各种发明创造。考古学家们研究结果表明，人类从猿进化而来的，这段历史用了几千万年的时间。人类真正历史从发明使用工具算起，即从旧石器时代算起，至今已经有250万年历史。人类与动物界区分开来的重要标志就是会使用工具，或者说发明创造了工具。否则人类至今也许和其它动物一样，只能依靠自身力量去适应环境。250万年来，人类依靠发明创造成为了主宰地球的主人。人类最早的发明创造活动是制造和使用简单的石器工具，所以考古学上将这个时代称为石器时代。按照人类制作石器工具的水平又分为旧石器时代和新石器时代。旧石器时代是以使用打制石器为标志的时代，是石器时代的早期阶段。一般认为这段时期在距今约250万年－约1万年前。使用磨制石器为主的时代叫做新石器时代，属于石器时代的后期，年代大约从1.8万年前开始到距今5000多年前。从旧石器时代学会打制石器到新石器时代人类学会磨制石器，人类

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

耗费了几百万年进化时间。既是一个生产经验的积累过程，也是对自然界认识的深化过程，这对早期科学技术的形成具有重要意义。[1] 新石器时代以后的几千年间，尽管人类工具的改进，不论是在农业种植、捕鱼狩猎，还是烹饪缝纫、房屋修建等方面都有了长足的发展。也有很多值得载入史册的发明创造，例如古代巴比伦的文明，中国古代的四大发明等，但是总的说来一直到人类进入工业革命之前，人类发明创造还是处在比较缓慢的阶段。然而，以蒸汽机、电动机、计算机为代表的三次工业革命，将人类发明创造推向了一个巅峰，从此改变了整个世界。

在人类成千上万个发明中，什么是伟大的发明，不同的人有不同的看法。应该承认，所有人类历史上的发明都是伟大的，因为这些发明都给人类社会带来进步。什么是最伟大的发明，也许这是一个有争议的话题。本书将人类历史上最伟大的发明桂冠戴在了互联网（包括计算机）和股票市场（包括股份制）头上。这两项最伟大的发明，一项代表最伟大的技术发明，另一项代表最伟大的制度发明。作为最伟大发明的标志是发明者并不知道其发明项目的最终功能，或者说，迄今为止两项最伟大发明所展现的功能还没完结，还在不断的延续中。

一、人类发展的基石

发明创造是人类发展的基石。发明创造对人类社会发展的影响体现在多个方面，从地球资源的开发利用创造和人类生存需求看出其重要性。

---

① 黄理稳．《科学技术发展简史》广州：华南理工大学出版社（1999 年）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1. 自然与创造

人类社会经济发展主要依靠包括土地、劳动力、资本、技术等各种资源。在工业革命之前，经济发展缓慢资源消耗也少。蒸汽机电动机等的发明创造，使得人类懂得利用各类资源发展经济，在经济高速发展的同时也消耗了大量的自然资源。这就带来一个严重的问题，尽管人类赖以生存的地球资源丰富，但有限的自然资源总有耗尽的一天。在化学能源方面，已探明的储量，从 1989 年到 2009 年发生的变化：石油 10064 亿桶到 13324 亿桶；天然气 122.4 万亿立方米到 185.3 万亿立方米；煤为 1040.59 亿吨到 8260.01 亿吨。按照现有的生产水平，石油可开采年数为 45.7 年，天然气为 62.8 年，煤为 119 年。[①] 在其它的空气、土壤、水资源等方面，经济的高速增长使得这些资源也都面临污染、枯竭等危机。面对这些问题，人类一方面必须采取节约、合理利用等策略，另一方面只能依靠发展科技来解决这些问题。

过去古代人做梦的事情，上天入地，日行万里，如今我们都实现了。人类不仅仅可以在空中遨游，还可以登陆到其它星球。人类光在自己身体上的科技发明创造就数不胜数。缺血可以输入；腿关节摔坏了无法行走可以换一个人造的照样走路；心脏病发了上个支架解决问题；眼角膜、皮肤甚至肝脏都可以更换。据说古代人的平均寿命只有 20 岁到 40 岁，而如今平均寿命在很多国家都超过了 70 岁，这些都是发展科技的结果。

中国人口多，地大但是物贫。过去 30 多年经济的高速增长使得百姓生活获得了极大的提高，但同时也带来了过度消耗资源和环境污染等一

---

① 张伟．《全球资源分布与配置》北京人民出版社（2011 年）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

系列问题。这种粗放式的经济增长模式不可持续。当今中国环境问题已经严重妨碍了人们生活质量的提高。可持续发展要求经济发展方式要从靠粗放型向集约型转变，使经济增长既有量的扩张又有质的提高，这些均需要通过科技发展创造完成。

2. 需求与创造

按照美国著名心理学家马斯洛的理论，人类需求共分为5个层次：①生理上的需要。人类维持自身生存的最基本需要，包括饥、渴、衣、住、性的方面的需要。②安全上的需要。人类要求保障自身安全、摆脱事业和丧失财产威胁、避免职业病的侵袭、接触严酷的监督等方面的需要。③感情上的需要。这一层次的需要包括两个方面：一是友爱的需要，即人人都需要伙伴之间、同事之间的关系融洽或保持友谊和忠诚；人人都希望得到爱情，希望爱别人，也渴望接受别人的爱。二是归属的需要，即人人都有一种归属于一个群体的感情，希望成为群体中的一员，并相互关心和照顾。感情上的需要比生理上的需要来的细致，它和一个人的生理特性、经历、教育、宗教信仰等有关系。④尊重的需要。人人都希望自己有稳定的社会地位，要求个人的能力和成就得到社会的承认。⑤自我实现的需要。这是最高层次的需要，它是指实现个人理想、抱负，发挥个人的能力到最大程度，完成与自己的能力相称的一切事情的需要。[1] 简单地说，人的需求包括较低层次的是生理的、物质生活方面的需求，如衣、食、住、行、安全保障等。较高层次的是心理的、精神生活方面的追求，如人的自我实现、全面发展等。科技的发展可以让人的

---

① 马斯洛.《人类动机的理论》.许金声等译.北京大学出版社（2007年）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

需求从低层次向高层次转变。[1] 人都在追求更高层次的需求，或者说需要不断向更高层次需求转变。通过发展科技使得人们实现了这种转变，当实现了这种转变的时候就促进了科技的发展。显然，科技发展可以使人们从过去繁重的体力劳动中解放出来。一方面机器代替劳动力使得人们工作较为轻松，另外一方面节省了必要的劳动时间，使得每个人都有了更多的自由支配活动的时间。当有大量的先进技术投入生产时，就会不断创造新的产品；当有许许多多的先进制度融入生产管理时，就会不断优化组织形式，生产过程，使得产业结构更加合理，推动产业结构不断升级优化，劳动生产效率不断提高。从而实现整体经济共同增长，满足人们的物质文化需求。从发达国家的科技进步因素对经济增长的贡献率来看，每年都在逐步提升。科技对经济增长的贡献已明显超过资本和劳动的作用，表明经济的发展主要取决于产品科技含量的提高，科技已成为影响经济发展的决定性因素。

发展科技会促进人们智力的发展和素质的提高。当各种各样的科技产品广泛应用于人们的生产和生活中时，就会提高人的智力和知识水平，同时也对人提出更高的要求。在互联网广泛应用的今天，人们特别是青少年包括儿童智力和知识水平已经远远超越了过去的几代人。不会使用计算机、互联网的人几乎要被社会所淘汰。信息技术的发展，计算机的应用，图书馆、博物馆的电子化，极大地加快科学知识的传播。过去一位专家要经过多年的培育，如今通过互联网，人们一夜之间就可以成为某个方面的专家。人们的学习成本越来越低，创造发明越来越容易，从而又极大促进科技的发展。

① 郑百灵.《试论科技进步是促进人类全面发展的动力》. 求实杂志（1993 年），（4）. 21-23。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

综上所述，科技带来的物质生活的丰裕、劳动条件的改善、人们自由支配时间的充裕、社会文化和福利事业的发展、个人学习成本的降低，这一切都为每个人的全面发展奠定了良好的基础。每个人的全面发展反过来又会推动技术发明和制度发明。需求与创造相互融合，社会就是在这样一个良性循环中不断发展。

过去我们经常说中国古代的四大发明——火药、造纸术、指南针、印刷术，这些发明给人类社会带来的进步让我们感到自豪。为什么在科技发明寥寥无几的古代，我们有如此辉煌的成就。然而在现代社会各种科技发明、制度创新如雨后春笋出现的背景下，我们能够给人类社会带来的技术与制度发明却寥寥无几，个中缘由值得我们深思。

3. 改变人类的三大创造

在人类200多万年历史长河中，尽管不同时期均有各种科技发明产生，然而真正导致人类产生巨变的却还是最近的几百年，即资本主义社会产生之后，三次技术革命奠定了人类社会高速发展的基础。正如马克思和恩格斯1848年在《共产党宣言》中指出："资产阶级在它不到一百年的阶级统治中所创造的生产力，比过去一切时代创造的全部生产力还要多，还要大。"最为突出的是以蒸汽机、电动机和互联网（包括计算机）为代表的三大发明，对应的是三次技术革命，让人类驾驭自然的能力有了质的飞跃。

第一次技术革命发源于英国，从18世纪60年代开始，到19世纪40年代基本完成。以1776年瓦特在继承前人成果的基础上发明了旋转式蒸汽机为标志。人类近代的第二次技术革命发端于德国。第二次技术

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

革命以电力的广泛应用为显著特点，以1866年德国科学家西门子发明了自激式发电机为标志。第二次技术革命由于电力的开发和应用，使社会大生产开始向自动化、电气化的方向前进，创造了比蒸汽时代更大的生产力。人类方兴未艾的第三次技术革命发轫于美国。第三次技术革命以电子计算机、互联网的广泛应用为标志。这场技术革命内容之丰富，影响之深远均超过了前两次技术革命。这场技术革命带来的各个领域的技术革命层出不穷，不论是工业还是农业，不论是军事工程还是民用产业，不论是海洋工程还是航天事业，科技创新引领世界高速前行。

4. 最伟大的发明

什么是人类最伟大的发明？这可能是一个很有争议的话题。有人认为，所有发明都是伟大的，任何一项发明都给人类社会带来不可估量的益处。英国理查德·鲍伍德(1980)在《伟大的发明》[①] 一书中罗列了电灯、电话、计算机等很多项伟大的发明。英国《泰晤士报》曾发起一个“250年来英国最伟大的发明”的评选活动，结果在20项候选项目中，电和接种疫苗分别列为第二、三名，而排在第一名的居然是自行车。也有人认为，只有那些引发世界重大变革的发明才是伟大的发明。如对应三次工业革命的蒸汽机、发电机和计算机。更有人认为，世界上发明分为两类：一类是制度发明；另外一类是技术发明。前面所谈到的都是技术发明，而制度发明给人类社会带来的影响要重于技术发明。

按照作者的理解，所有人类的发明都是伟大的，它们的伟大之处体

① 【英】理查德．鲍伍德／著；张正举、李淑芬／译注．《伟大的发明》．长沙科学技术出版社（1980年）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现在为人类创造了无法用金钱衡量的价值。不妨将这些伟大的发明分为两类：一类发明的价值是恒定的；而另一类发明的价值是不恒定的。价值不恒定的发明即其价值在不断地变化、不断扩充和发展。价值恒定发明与价值不恒定发明的重要区别在于：价值恒定发明者清楚知道自己发明了什么，如爱迪生知道发明了电灯、瓦特知道发明蒸汽机；而价值不恒定发明者根本不知道自己发明的物品今后会出现什么状况，即连发明者都不知道其发明的最终价值是什么，这就是最伟大的发明。例如，计算机的发明者根本不可能知道计算机能发展到今天这个程度，更不可能知道明天的计算机会发展到什么模样。按照这个观点，我们可以找出两个最伟大的发明，一个是互联网（包括计算机），另一个是股票市场（包括股份制）。互联网是最伟大技术发明的代表，而股票市场是最伟大制度发明的代表。本书重点研究作为最伟大制度发明的股票市场。

二、最伟大的技术发明

互联网包括计算机是世界上最伟大的技术发明。

互联网是多台计算机按照一定的通讯协议组成的计算机网络。互联网始于1969年，又称因特网。起初，人们设计互联网只是为了连接计算机之间的信息传递，但是经过短短几十年的发展，互联网已经创造了连发明人都无法想象的广泛应用空间。今天的社会，几乎每天都有人从互联网上挖到金矿，拓展出新的应用。早期的杨致远、张朝阳挖掘出了门户网站、拉里·佩奇、谢尔盖·布林、李彦宏等找到了数据挖掘。如今的马云创建了阿里巴巴，刘强东创建了京东等电子商务。脸谱、腾讯等

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

互联网社交功能更是让人们感到网络的神奇。互联网这些派生功能还在不断演绎中。

互联网的神奇体现在多个方面。互联网之前的计算机系统都是集中式的，再复杂的计算机系统均有个中央处理器，由中央处理器实现对整个计算机系统的控制。然而互联网出现后，人们发现这个复杂的网络系统没有中央控制器，所有连入到互联网的计算机终端都是平等的。所有计算机终端都可以是中心，又都不是中心。在没有中央处理器的互联网上，一切信息交换似乎又都按照协议有条不紊地进行，从来没有出现混乱。这一切都是互联网出现之前任何一个系统所不可想象的。计算机和互联网的最主要特点是以光速作为信息的传递速度，这也是迄今为止人类发明的任何传输工具所不能比拟的。随着微电子技术的发展，存储介质的不断革命，存储空间不断扩展。一方面有速度，另外一方面有存储空间，使得计算机和互联网具备了演绎神奇的基础。逻辑上推理，世界上所有复杂的事物都可以用简单事物加以模拟，只要速度足够快和空间足够大。

1. 互联网革命

互联网诞生短短几十年间，人们深深感受到了互联网在政治、社会、经济、文化等方面带来的影响，产生的巨大冲击力。

政治方面，孙中山先生曾经说过："政治两字的意思，浅而言之，政就是众人的事，治就是管理，管理众人的事便是政治。"[①] 互联网出现之后，极大降低了人与人之前的交互成本，提供了一种新的民主和谐的管理机制。当今中国，互联网已经成为了各级政府最好的政务公开

① 孙中山．《三民主义》．岳麓书社（2000 年）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

平台。政府可以通过互联网办理各种过去必须现场才能办理的事务；百姓可以通过互联网反映民生问题；政治家和百姓可以通过互联网进行交流互动。这一切都给一个国家的民主政治带来了有利的推动作用。

社会方面，马克思在《关于费尔巴哈的提纲》中指出“人的本质不是单个人所固有的抽象物，在其现实性上，它是一切社会关系的总和”。人与人之间存在各种复杂的关系，这些关系就统称为社会关系。社会关系最基本的表现形式是人与人之间的信息传递，互联网完全改变了传递模式。首先在传播速度和范围上产生的巨大变化。古代人曾经依靠人或者马匹的跑步传递信息，电报和电话的发明，极大提高了信息传递速度，但是信息量有限。只有互联网出现之后，人们才可以以光的速度和以海的容量传递信息。更重要的是，过去的一个中心模式如今已经在改变，平面化网络化这种结构已经影响到社会各个层面。微博、微信的盛行，让人们体会到了这种结构的威力。过去媒体传播都是集中方式，如今互联网支撑的微博模式，移动互联网的微信模式，让每个人都可以成为传播中心，即自媒体。当人们自发关注某个名人时，这个名人微博发行量就会达到甚至超过传统意义上的传播媒体。即便不是名人，某个突发事件一旦引起公众的关注，某个个体就会一夜成为信息传播中心。这种传播方式变革在给社会带来正面效应的同时必然也会带来一些负面的影响。如何尽量传递正能量而减少负面效应，则是人们至今还在探索的问题。

经济方面，经济一词存在多种解释，最基本的有三种：经世济民；与财富创造和管理相关的活动；节俭节约之意。经济一词最早来源于希腊语，指管理家庭的人。人们又将经济理解为经世济民。经济学将经济理解为对稀缺资源的配置。总之，经济与创造财富相关。人类从自然经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

济走向商品经济是一个创造财富的过程。商品经济包括商品生产和商品交易，几千年来，人们一直借助市场进行商品交易，促进经济发展。互联网出现后，自然对一个国家经济产生了巨大影响。这几年开始出现网络经济或者互联网经济这个名词，但是迄今为止，人们理解的互联网经济还仅仅局限在与“节俭节约”概念上，指的是与互联网相关的各种经济活动的总和，与体育经济、文艺经济等概念类同。

最近几年，互联网交易在我国呈现了井喷的形势，发展异常迅速。根据中国交易大厅网站报道，2014 年中国网购市场交易规模达到 2.8 万亿，增长 48.7%。根据国家统计局 2014 年全年社会消费品零售总额数据，2014 年网购交易额大致相当于社会消费品零售总额的 10.7%，年度线上渗透率首次突破 10%。其中，移动端购物市场规模达到 9297.1 亿元，年增长率达到 239.8%。在 PC 端与移动端份额占比方面，数据显示，2014 年中国移动购物交易额在中国网购整体市场中占比 33.0%，较去年占比增长近 19 个百分点。如今消费者在移动端网购占比已超过 PC 端，成为中国网民网购的重要选择。

2015 年 2 月 3 日，中国互联网络信息中心（CNNIC）在京发布第 35 次《中国互联网络发展状况统计报告》（以下简称《报告》）。《报告》显示，截至 2014 年 12 月，我国网民规模达 6.49 亿，互联网普及率为 47.9%。其中，手机旅行预订以 194.6% 的年度用户增长率领跑移动商务类应用，020 市场快速发展，成为引领行业的商务模式。我国互联网在整体环境、互联网应用普及和热点行业发展方面取得长足进步。

截至 2014 年 12 月，我国手机网民规模达 5.57 亿，较 2013 年底增加 5672 万人。网民中使用手机上网人群占比由 2013 年的 81.0% 提升至

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

85.8% 。手机端即时通信使用保持稳步增长趋势，使用率为91.2%。手机网络游戏从爆发式增长变为稳步增长，预计2015年市场份额将进一步扩大。手机旅行预订用户增长达到194.6%，是增长最快的移动商务类应用。手机网购、手机支付、手机银行等手机商务应用用户年增长分别为63.5%、73.2%和69.2%，高于其它手机应用增长幅度。

互联网的高速发展，一方面，来自基础建设的不断完善，从“城市光网”到3G普及再到“三网融合”试点城市相关业务的不断推进，正在使互联网产业成为经济社会运行的重要基础设施和影响巨大的新兴媒体。另一方面，互联网的商业模式不断成熟，商业机会更加多元，在充分的市场竞争中，互联网企业也在推动经济社会发展、丰富人民群众精神文化生活、促进社会和谐等方面发挥了积极作用。

2. 下一代互联网

互联网诞生已经有40多年历史，如今互联网已经广泛应用于人类社会的各个方面，对世界政治、经济、文化、军事等各个方面产生着重大影响，互联网发展水平已成为衡量一个国家综合实力的重要标志。在互联网的发展过程中也面临着重大的挑战，最主要的挑战就是地址空间即将耗尽。据中国之声《新闻纵横》报道，2011年2月4日，美国迈阿密举行了一场特别的新闻发布会。作为全球IP地址的顶级管理部门，互联网编号分配机构（IANA）在美国的迈阿密举行时宣布，最后5个IPv4地址“大礼包”已经被分配了出去，每个礼包含有1680万个地址。现有的互联网IP地址系统，即IPv4，于上个世纪80年代投入使用，最多可以容纳43亿个IP地址。由于当时的互联网主要用于科研，所以43亿个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

IP 地址已经足够分配，然而，网络的发展却超乎想象，使得 IPv4 地址的分配殆尽。

除了网络地址不足，第一代互联网还包括网络安全漏洞多、网络服务质量控制能力弱、网络带宽和性能不能满足用户的需求等弊端。为了应对这些技术挑战，美国等发达国家从 20 世纪 90 年代中期就先后开始下一代互联网研究，中国科技人员于 20 世纪 90 年代后期开始下一代互联网研究。

为了解决互联网面临的技术挑战，国际互联网标准化组织 IETF 于 1995 年正式发布新的数据包传送格式，即 IPv6 协议，并由此提出了下一代互联网的基本概念。IPv6 的地址是 128 位编码，能产生 2 的 128 次方个 IP 地址，地址资源极其丰富。有人形容说世界上每一粒沙子都可以分配一个地址，也就是说，在 IPv6 下，IP 地址将可充分满足数字化生活的需要，不再需要地址的转换。

为了彻底改变我国第一代互联网落后于人的状况，抓住下一代互联网发展的机遇，取得发展的先机，我国相关研究人员在上世纪 90 年代末开始了下一代互联网的研究。中国下一代互联网示范工程（CNGI）项目是由国家发展和改革委员会主导，中国工程院、科技部、教育部、中科院等八部委联合于 2003 年酝酿并启动的。

1998 年，CERNET 的研究者在我国第一次搭建了 IPv6 试验床。2001 年，在国家自然科学基金委的支持下，我国第一个下一代互联网地区试验网 NFCNET 在北京建成并通过验收。同年，57 名院士上书国务院，提出应利用好下一代互联网发展的难得机遇，尽快推出我国的下一代互联网项目，加快下一代互联网研究与建设，占领下一代互联网的制高点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2003 年，清华大学、国防科学技术大学、北京邮电大学、东南大学和中国科学院网络信息中心等五个单位共同承担了国家“九七三”计划项目“ 新一代互联网体系结构理论研究”。项目围绕新一代互联网体系结构中的关键科学问题，在探索新一代互联网体系结构所面临的基础问题上，取得了初步研究结果：提出多维可扩展的新一代互联网体系结构，其主要思想是从传统互联网针对网络互连互通的单一可扩展性发展为下一代互联网的多维度的可扩展性。多维可扩展的要素包括规模可扩展、性能可扩展、安全可扩展、功能可扩展和服务可扩展，其中规模可扩展和性能可扩展是其它三个要素的基础。规模可扩展采用 IPv6 技术来实现，性能可扩展采用可扩展交换节点来实现，安全可扩展采用真实 IPv6 地址来实现，功能可扩展采用 4over6 机制来实现，而服务可扩展采用端到端无连接服务质量控制来实现。[①] 中国教育和科研计算机网 CERNET 始建于 1994 年，是中国第一个采用 IPv6 技术的全国性互联网，对中国互联网发展具有重大示范意义。在教育部的领导下，CERNET 从 1998 年开始进行下一代互联网研究与试验，建成 IPv6 试验床 CERNET-IPv6。2000 年在北京地区建成中国第一个下一代互联网 NSFCNET，和中国下一代互联网交换中心 DRAGONTAP，并代表中国参加国际下一代互联网组织，实现了与国际下一代互联网的互联。2001 年，CERNET 提出建设全国性下一代互联网 CERNET2 计划。2003 年 8 月，CERNET2 计划被纳入由国家发改委等八部委联合领导的中国下一代互联网示范工程 CNGI。

2003 年 10 月，连接北京、上海和广州三个核心节点的 CERNET2

---

① 吴建平、李星、刘莹．《下一代互联网体系结构研究现状和发展趋势》（2012 年）．中兴通讯技术，（2）．10-14。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

试验网率先开通，并投入试运行。2004年1月15日，包括美国Internet2，欧盟GEANT和中国CERNET在内的全球最大的学术互联网，在比利时首都布鲁塞尔欧盟总部向全世界宣布，同时开通全球IPv6下一代互联网服务。2004年3月，CERNET2试验网正式向用户提供IPv6下一代互联网服务。目前，CERNET2已经初具规模。CERNET2已经接入北京大学、清华大学、复旦大学、上海交通大学、浙江大学等100多所国内高校，并与谷歌实现基于IPv6的1Gbps高速互联。

据[搜狐IT消息]北京时间2013年3月12日消息，《英国皇家学会学报》(Proceedings of the Royal Society)上周公布一份报告，称中国正在建立国家级下一代互联网，规模超过任何西方网络。报告来自新英格兰复杂系统研究所（New England Complex Systems Institute），在网络架构上与中国新网络有一些不同。首先，网络可以从整体上阻止病毒攻击。病毒可以在网络上快速复制并分散，组织只能针对在线入侵进行个体性拦截。但中国拿出了更好的防卫方案。中国下一代主干网有一个重要的安全功能，也就是源地址认证架构（Source Address Validation Architecture，SAVA)。许多现有的安全问题之所以存在，主要无法识别连网计算机的IP地址。SAVA可以在全网添加检查点修复问题。报告还说中国已经开始运营下一代服务，3Tnet（高性能宽带信息网）已经通过IPv6提供电视高清节目。中国的网络系统可以监测和控制流量，提供远程修复服务。报告称，中国下一代互联网比起旧网络，可以向更多人提供更高网速。

然而在下一代互联网结构框架上，专家们有不同的意见，从而引出了新一代互联网话题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3. 新一代互联网

如果将以 IPv6 协议为代表的称为下一代互联网，或者称为第二代互联网，那么以 IPv9 协议为代表的就称为新一代互联网，或者直接称为第三代互联网。事实上，在第三代互联网问题上，国内曾经有过很多争论。工信部科学技术司“新一代安全可控信息网络技术平台总体设计”专家组组长谢建平就我国第三代互联网的研发情况专门写了一篇题为《IPv9 的研究推广及其现实意义》文章，对 IPv6 和 IPv9 的争论给出了如下结论：

（1）IPv6 和 IPv9 都是大型软件，但 IPv6 是引进的技术，设备成本中包含着昂贵的国外软件、版权、专利和其它知识产权等费用，会远远高于 IPv9。纯技术估算，建设同等规模的网络，IPv9 只需要 IPv6 的 20%-30% 的建设成本。

（2）IPv9 协议还实现了“IPv9/IPv6/IPv4”网络的兼容，在软硬件设备开发上也解决了三者兼容的技术难题，找到了一条可控的实现三者互联互通的技术通道。所以，只要花少量投入，在现有的网络设备上安装我们研制并已经批量生产的设备（各种规格型号的 IPv9 路由器），原局域网络的用户就可以在不作任何硬件软件改动的情况下，实现原网络技术向 IPv9 技术的平滑过渡，原来沉淀的投入照样发挥功用。

（3）IPv6 每年要向国外支付巨额费用，而 IPv9 则每年可以不支付或少支付这类费用，不仅如此，还可以依据 IPv9 开发自己的信息产业形成经济增长点。

（4）如果中国不搞 IPv9，而西方世界研发成功新一代（或未来）网络技术，IPv6 就会成为被淘汰的技术，中国又要陷入重新引进的困局，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经济和社会成本才真会不堪承受。

从目前情况下看，围绕互联网发展形成两条完全不同的路线。一条是在原有基础上发展起来的改进型路线，以美国的 IETF（国际互联网任务工作组）为代表。这个组织是由美国成立而且掌握了基本控制权的。其任务是维护互联网的基本框架，并组织工程技术人员对其进行局部地，渐进地改良。IPV6 就是其推动而产生的第二代互联网（又称下一代），是典型的改良路线的产物。另外一条路线是革命型的，那就是将互联网推倒重来，采用一个全新框架来设计新一代互联网，这就是以 IPv9 为代表的互联网框架。

从谢建平的文章中看出，IPv9 最早也是 IETF 推动的，在 1992 年 10 月提出来的。1994 年 4 月 1 日，IETF 公布了 RFC1606、RFC1607 两个文档，即《用 IP 版本 9 的历史观》和《展望 21 世纪的互联网》，承认 IPv9 失败，并宣布放弃继续研制，转而向渐进改良措施研发 IPv6。随后中国学者接手继续研究，经过十多年的研究，获得了阶段性的成就。

尽管如此，在我国以 IPv6 为代表的下一代互联网一直主导整个互联网研发方向，而中国独创的第三代互联网技术 IPv9 却受到冷落。冷落的原因之一是因为 IPv6 是国外 IETF 正规推崇的，被标榜为“国际标准”。另外一方面，国内对 IPv9 研究起源于 IETF 在 1994 年 4 月 1 日发表的两篇文档倍受国人的嘲笑。4 月 1 日正好是西方的愚人节，而且那两篇文档又是带有科幻色彩的。于是，“IPv9 是愚人节笑话”的说法传遍了中国。

一些专家一直在为 IPv9 呐喊，提出虽然中国在下一代互联网的示范应用上取得了“领先地位”，但很快以 IPv6 为基础的中国第二代网络就会面临新一代网络技术的冲击和挑战。需要用前瞻性和战略性思维来考

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

虑，对其存在的问题也需要用战略性手段来解决。

尽管国际上一直还是以 IPv6 为标准，然而，从 2005 年开始，国际风向有所转变。国际主要标准化力量一个接一个地抛弃了渐进路线，而热衷于将互联网推倒重来的革命性路线。美国国家科学基金会在 2005 年和 2006 年分别成立了 GENI 和 FIND 计划，投入重金开始研究全新框架的未来型网络（包括新互联网）；欧盟成立了 EURO-NF 和 FIRE 计划，并在第七框架计划内将未来互联网作为主攻目标；ISO/IEC 在 2007 年成立了“未来网络”标准研究项目，并早早地将 IPv6 排除出局；最新的转变是国际电联。在其制订的 2009-2012 研究阶段规划中，专门成立了“未来的网络”研究课题，并将其作为第十三工作组的主要标志。过去主打的 NGN 现在变成了“未来的网络”下面的一个分课题。这些动向表明，国际上互联网的两条路线之争已经有了明确的结论，那就是全新框架互联网研究已经成了主流。IETF 所代表的渐进路线已经失去了支持，IETF 本身也在新型网络研究的大潮流中被边缘化了。

三、最伟大的制度发明

股票市场包括股份制是世界上最伟大的制度发明。股票市场与股份制关系密切，最早股票市场是作为股份制配套机制出现的，同时股票市场又属于市场，它作为市场的一个分支具有普通商品市场的普遍性质；但是，股票市场又有其特殊的一面，如同互联网是人类历史上最伟大的技术发明一样，股票市场是人类历史上最伟大的制度发明，原因在于其功能还在不断拓展中。作为股份制的组成部分，股票市场为人类经济发

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

展产生了巨大的推动作用。尽管人们已经总结出了股票市场的很多功能，然而至今为止仍然不知道股票市场的功能是否已经终结，也许还不断会有新的功能展现。站在股份制的角度，股票市场和股份制紧密联系，以至于人们往往将它们混为一谈。站在市场经济角度，股票市场和普通商品市场一样，都是市场经济范畴内实现商品交换，实现资源配置的市场。当我们重点研究市场的资源配置作用时，更多站在市场经济的角度研究股票市场，这时往往将股票市场与其它商品市场联系在一起研究。当我们站在股份制或者直接融资角度时，更多站在股份制、直接融资角度探讨股票市场作用。不论是市场资源配置还是股份制融资，都属于制度范畴。所以站在制度经济学角度，我们不难发现，股票市场是人类最伟大的制度发明之一。

1. 神奇的股份制

（1）股份制历史

马克思当年是这样评价股份制的，“假如必须等待积累去使某个资本增长到能够修建铁路的程度，那么恐怕直到今天世界上还没有铁路，但是，通过股份公司转瞬间就把这件事完成了。”[①] 关于股份制，很多专家学者从不同的角度给出了不同的定义。不论人们给出的定义有多少不同，如下几点是股份制定义的共同特点：（1）通过大量募集社会资金集中到一个称为股份制公司的机构中，从事单个资本无法完成的项目；（2）募集到的资金按照比例转换为股份制公司股票，投资者称为股东，按照投资入

---

① 马克思．《资本论》（第一卷）．中共中央马克思恩格斯列宁斯大林著作编译局译．北京人民出版社（1975 年）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股的份额参与企业的决策和分配，同时承担有限的经济责任；(3) 所有权与经营权分离，股东与经营管理是两个不同概念；(4) 股份制制度设计要求股东不能退股，只能通过股份的转让实现变相退股。由于投资者入股是自愿的，而不能退股又是强制的，所以股份制允许股东自由转股。在股份制允许股东自由转让股份情况下，显然股份制公司必须对应一个股份转让市场让股东的股份自由转让，这就是股票市场。从组织架构上看，股份制包括两个组织，一个是股份制公司，用于管理使用募集到的资金，另外一个是股票市场，允许股份制公司上市让股东自由转让其股份。

股份制的基本特征是募集大量社会资金；将生产要素的所有权与使用权分离；在保持所有权不变的前提下，把分散的使用权转化为集中的使用权。股份制是与商品经济相联系的经济范畴，是商品经济发展到一定程度的产物。17 世纪初期在商品经济有了较高程度发展背景下，因而出现了以股份制公司为特点的股份经济。19 世纪后半期，社会生产力高度发展，使得企业对资金的要求越来越高，以发行和认购股票的形式组成的股份公司迅速发展起来。现代市场经济下，形成了以股份制公司为主要形式的股份制经济。

人们习惯于将股份制的发展分为三个阶段。有的称为“原始股份制阶段、近代股份制阶段、现代股份制阶段”,[①] 也有将其称为“萌芽阶段、成长阶段、发展高潮阶段”,[②] 还有称为“萌芽阶段、发展阶段、完善阶段”。[③]

萌芽阶段

---

① 毛作权 .《股份制概论》. 石油大学出版社（1990 年）。

② 郑绍尧 .《股份制经济新探》. 湖南师范大学出版社（1992 年）。

③ 周如昌 .《股份制与股票市场》. 中央编译出版社（1995 年）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股份制企业最早是从欧洲海外贸易公司成长起来的。15 世纪末，地理大发现推动世界经济发生了巨大变化，国际间的贸易，表现为西班牙、葡萄牙、荷兰、英国等为争夺殖民地的贸易战异常激烈。在此情况下，海外贸易就绝非少数个人所能经营，也非少数人合伙所能够胜任的。为了获得巨额海外贸易利润，必须具备两个条件：一是需要君主特许给与政治上的庇护，二是需要聚集起强大的经济实力。而后者随着各国贸易的扩张则是至关重要的。1553 年，英国创立了集股经营的马斯科维公司，筹集股份 240 股，每股 25 英磅，总共 6000 英磅；1600 年组建的英国东印度公司，拥有股本 6．3 万英磅；1602 年荷兰建立的荷兰东印度公司则规模更大，做法上也有创新，公司在全国招股集资，入股者既有商人，也有一般平民，股金总额达 650 万荷兰盾，由 60 名董事组成董事。

发展阶段

继海外贸易公司之后，金融业中很快办起了广泛集资的股份银行、股份保险公司。工商企业的发展、商品交换的扩大，对资金融通产生了巨大的需求。小本合伙经营已不适应商品经济发展的需要，必须代之以新的大规模经营方式。1694 年，当时工商业最发达的英国，成立了苏格兰银行，这家银行通过股份集资筹措了 120 万英磅约资本，并广泛吸收社会资金。19 世纪末，股份银行已完全取代了非股份银行。股份银行的涌现，使资金流通量增加，利率很快地下降。利率在不到 20 年内，便从 7—8％降到 4％以下，并向工商企业提供大量贷款，满足了企业的需要，促进了经济的进一步发展。

其它后起的经济发达国家，股份公司也是从银行业首先产生的。比如美国，1775 年独立战争开始时还没有股份公司，1791 年成立了合众国

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

银行，拥有1000万美元的资本，其中3/4为私人资本。接着，股份公司又在保险业中得到发展。1792年，纽约证券交易所成立时，交易所交易的股票全部为金融业股票，包括10种银行股票和13种保险公司股票。又如日本，1872年制定颁布了国民银行条例，到1879年设立了153家股份银行，随后股份公司又扩大到保险业。

能源、原料、交通和公共事业等基础建设的迅猛发展是欧洲产业革命的重要内容。而开凿运河或修筑铁路或开采矿山，都需要大量的投资。这时，股份公司又扮演着重要的角色。18世纪后期，英国流行运河热，1730-1790年间，英国运河总长增加了一倍，开凿了运河42条，全部资金都是通过发行股票筹集的。19世纪前期，又出现了修筑铁路的热潮，修筑铁路的公司主要靠向公众发行股票集资。在美国，自1828年修建第一条铁路之后，铁路股份公司纷纷兴起，他们不仅向社会筹集资本，还吸引外资，到1876年拥有资金高达22．4亿美元。19世纪初，31家大铁路股份公司是当时美国大企业的代表，同时也是带动美国经济迅猛发展的火车头。

股份公司经过19世纪最后30-40年的发展，成为这些国家企业组织的重要形式，在各国国民经济中占据了重要统治地位，并在相当程度上控制着本国政府的内外政策。

完善阶段

进入20世纪后，现代股份公司获得了充分的发展与完善。第一次世界大战在美国，仅制造业的股份公司就控制了美国财富的1/8。科学技术的飞速发展，促进了世界各国生产力的空前发展，进而也促进了生产的国际化和资本的国际化。1957-1970年间，控制国外子公司的美国母

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司总数从2800家上升到3500家，而子公司的数目由10000家增加到25000家。1970年美国跨国公司的营业额，占商品总出口领的一半以上。日本跨国公司在最近几年时间里的急剧向外扩张，更能说明经济生活的国际化进程。在日本1951-1989年底40年累积的对外直接投资额2539亿美元中，有67%是在1986-1989年4年内实现的。到90年代初，日本大企业在海外雇有职工1万人以上的公司已有21家，他们的海外职工总数约62万人。结果表明，跨国公司在国际贸易和世界经济中的地位大大上升。跨国公司的发展是资本国际化的重要特征。作为跨国公司投资后盾的股份公司，成为各国公司的基本组织形式。购买他国公司股票，已成为国际投资的重要形式之一，这就使股份公司更进一步得到了持续发展和不断完善。

工业化大规模生产历史证明，生产的社会化需要将分散的资金集中使用，并不断地促进资源优化配置，股份制正好适应了市场经济发展的这一规律。股份制的产生、发展与完善的400多年的历史证明，现代股份制的确立即是以下三条原则逐渐完善的过程：第一，股份平等与公平原则。每股股份均等所体现的每股利润分配的均等，反映了股东之间在占有企业利润上的平等和公平原则。第二，法人所有原则，指个人的财产一旦投入股份制企业，就具有了法人所有的特点，个人失去了对其任意支配和处置的权利，企业成了被法律认可的“法人”。[①] 个人股东享有投资收益和最终（法人消灭时）财产的所有权。第三，责任有限原则。指投资者承担的经济责任以其投资额为限。公司发生亏损甚至破产倒闭时，股东仅以其投资额为限承担偿还债务的责任，对债权人的保护也仅以公

① 即法律所承认的具有民事权利能力及行为能力的社会组织。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司全部资产为限，大大降低了股份企业的投资风险。

以募集社会资金为主要目的股份制，除了让原本无法实现的大规模生产得以实现外，另一个目的是为了创造更好的效益。集中使用比分散使用能够创造更大的效益，社会分散资金之所以愿意被集中使用，看中的也是这一点，追求的是更大的投资回报。为了实现资金的有效管理和利用，需要有一套制度来保障这一点，这就形成了股份制的一个重要组成部分，即一套股份制制度。其最主要的内容包括如下几点：

①所有权与经营权分离。入股的股东不能再行使其对财产的支配权。原因很简单，股份制公司的财产是多个股东的财产构成的，要求集中使用，所以每个股东不可能都行使自己的支配权。更重要的是，为了让资产增值，需要专业人才来管理和使用这些财产。这就需要资产所有权与经营权分离。

②按照投资额即股权平等决策。市场经济的特点是追崇平等。股份制公司的财产由多个不同投资主体构成，尽管实行所有权与经营权分离，但是必须保护投资者的利益。因此，按照股份大小决策就是体现公平的原则。

③法人治理结构。股东会、董事会、经营班子等的建立，相互的制约形成一套法人治理结构，目的是为了实现追求利益最大化的原则。

如今各国都将股份制的这套制度以法律的形式加以落实。各国基本都制定了公司法。公司法中关于股份制公司的一些规定都是属于股份制制度的范畴。

股份制的另一个重要组成部分就是股票市场。一些研究股票市场的学者总结了股票市场的很多功能，主要包括融资、发现价格、分散风险、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资源配置等。关于股票市场不包括融资功能或者说股票市场包括融资功能是误解，在后面章节作者会专门分析。股票市场的基本功能实际上是退出功能，所谓的发现价格和资源配置等，是任何一个市场都具备的功能。

2. 变幻的股票市场

也许世界上还找不出另外一个类似股票市场如此神奇和变幻，如此被人们赞誉和诋毁的市场。不论人们如何理解这个市场，股票市场一直在按照其应有的运行轨道前行。不同的只是有的国家通过股票市场获得了经济、科技的巨大收益，而有的国家在一直经历股票市场的痛苦煎熬；有的投资者在股票市场上一夜暴富，而有的投资者亏损累累。

（1）股票市场的历史

人们普遍认为，1609 年成立的荷兰阿姆斯特丹股票交易所是世界历史上第一个股票交易所，第一只可上市交易股份公司是荷兰 1602 年成立的联合东印度公司。通过向全社会融资的方式，联合东印度公司成功地将社会分散的财富，变成了自己对外扩张的资本。建立联合东印度公司的目的是为了派遣商船前往南洋，通过买卖交易换回当时欧洲没有的货物，如瓷器、香料、纺织品等，这些物品在当时的欧洲可以卖到很高的价钱，但是没有人能单独提供大笔巨资为船队准备航海和贸易，所以人们通过入股方式来筹集所需的资金，对于买了东印度公司股票的人来说，所获得的利润既可以以黄金、货币或者货款的形式支付，也可以直接用香料支付。由于商船贩运回来的货物有可能一年比一年值钱，他们有可观的利润可图，因此人们踊跃地大量购买联合东印度公司的股票。

股份制公司大量募集社会资本后投入大规模生产，这些资金已经转

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

换为厂房、机器设备等，募集到公司的资金不能退出，所以股份制制度设计不能退股。为了解决股份制公司不能退股问题，股票市场应运而生。从时间上看，股票市场产生于股份制公司之后。股票市场的本源功能是为股份制公司股东的退出服务的。股份制最大优势是募集大量分散资金投入大规模生产，然而其最大劣势也是出于此。当大量资金投入生产后根本无法退出，如果不解决这一问题势必会影响后续的股份制募集资金。股票市场通过股票交易实现了变相的退出，从而形成了股份制从募集资金到大规模生产再到便捷退出的整个产业链，形成了一个完美的制度设计。如同市场最初是人们实现互通有无的平台，随着社会的发展，市场已经成为资源配置的有效工具。股票市场最初作为股份制的配套机制，如今已经演变出各种各样的功能。

以纳斯达克市场为例，表面上看，纳斯达克市场也是一个股票市场。然而在纳斯达克刚刚成立的十多年间，就诞生了微软等一大批高科技公司，为美国成为世界科技强国奠定了基础。纳斯达克既是股票市场又不同于传统的股票市场，到今天为止，世界股票市场历史已经有四百多年，而纳斯达克市场只有四十多年，还在不断演绎神奇。同是股票市场，为什么只有纳斯达克能够如此辉煌？股票市场还能有什么其它神奇功能？这是本书希望探讨的。

除了纳斯达克市场之外，世界上目前较大的证券市场（股票市场）包括有纽约证券交易所、伦敦证券交易所、东京证券交易所等。当然也包括我国的香港交易所、上海证券交易所、深圳证券交易所。

（2）纽约证券交易所

纽约证券交易所 NYSE（New York Stock Exchange），简称纽约证交

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所，是目前世界上规模最大的证券交易市场。美国证券发行之初，尚无集中交易的证券交易所，证券交易大都在咖啡馆和拍卖行里进行。1792 年 5 月 17 日由 24 名经纪人在纽约华尔街 68 号外的梧桐树下签订了"梧桐树协定"，这是纽约交易所的前身。到了 1817 年，华尔街上的股票交易已十分活跃，1817 年 3 月 8 日这个组织起草了一项章程，并把名字更改为"纽约证券交易委员会"，1863 年改为现名，此名一直沿用至今。从那时起，一个集中的证券交易市场基本形成。

由于第一次世界大战爆发，纽约证券交易所于 1914 年 7 月被关闭，但同年 11 月又重新开放，各种债券的自由交易，有力地支持了美国的一战。1929 年 10 月的"黑色星期四"导致美国股票市场崩溃，股价下跌引起的恐慌又引致了美国经济的大萧条。交易所随后推出的恢复投资者信心的计划，重振了资本市场，对美国经济的复苏和发展功不可灭。1971 年 2 月 18 日，纽约证券交易所成为非营利性法人团体。2005 年 4 月，纽约交易所宣布收购电子交易运营商 Archipelago 控股公司。纽约交易所从非营利性法人团体转化为营利性公司，合并后的新公司名为纽约证券交易所集团公司，集团的股票在纽交所上市。2006 年 6 月 1 日，纽约证券交易所宣布与泛欧证券交易所合并组成纽约－泛欧证券交易所。2007 年 4 月 4 日，纽约－泛欧证券交易所正式成立，总部设在纽约，由来自 5 个国家的 6 家货币股权交易所以及 6 家衍生产品交易所共同组成，其上市公司总数约 4000 家。在 200 多年的发展过程中，纽约证券交易所为美国经济的发展、社会化大生产的顺利进行、现代市场经济体制的构建起到了举足轻重的作用，也是世界上规模最大、对世界经济有着重大影响的证券交易所。

（3）伦敦证券交易所

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

伦敦证券交易所是世界著名、历史悠久的证券交易所，至今已有200多年的历史。伦敦证券交易所起源于17世纪末的伦敦交易街的露天市场，当时主要买卖政府债券，又称为“皇家交易所”。1773年该露天市场迁入司威丁街的室内进行交易，并正式更名为伦敦证券交易所。

英国是现代工业的发源地，工业迅猛发展极大地促进了股份制和股票市场的发展，使得英国长期保留了世界金融中心的地位。第一次世界大战之前，伦敦证券交易所一直是世界上最大的证券市场。英国除了伦敦证券交易所外，还有多个区域性证券交易所。长期的发展过程中，英国的证券交易所进行了多次重组合并。1973年，设在英国格拉斯哥、利物浦、曼彻斯特、伯明翰和都柏林等地的11个交易所与伦敦证券交易所合并。随着美国替代英国成为世界金融第一大中心，美国纽约证券交易所和纳斯达克市场的兴起，伦敦证券交易所的竞争力逐渐下降。为了改变这一局面，伦敦证券交易所多次进行改革。采取了一系列的措施，包括改革固定佣金制、放宽对会员的资格审查，允许批发商与经纪人兼营、证券交易电子化、与纽约和东京交易所联机、实现24小时全球交易等等。甚至还大力拓展中国市场，鼓励中国企业到英国证券市场上市。这些改革措施巩固了其在国际证券市场中的地位。2000年，伦敦证券交易所跟随世界证券市场潮流，改制为股份制公众公司，并于2001年7月在自己的主板上市交易。

（4）东京证券交易所

东京证券交易所的前身是1879年5月曾成立东京证券交易株式会社，由于当时日本经济发展缓慢，证券交易不兴旺。1943年，东京证券交易所与日本其它主要城市的几个股票交易所合并，成立了半官方的日本证

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

券交易所。日本战败后，1946 年在美军占领下交易所解散，1949 年 1 月东京证券交易所重新开业。

东京证券交易所根据业务需要，制定了章程、业务规程、有价证券上市规程、信托合同规则等，并得到大藏省的许可。交易所根据章程组织会员，会员为证券公司法人会员，分正式会员与经纪会员。正式会员不超过 83 家，经纪会员不超过 12 家。正式会员必须是以证券业为主要业务，而且是以本所市场的交易为重要业务的证券公司。正式会员可以直接按投资者委托在交易所市场上进行交易，经纪会员必须是以媒介有价证券买卖为专业，而且以媒介正式会员之间在东京证券交易市场上的买卖交易为主要业务的证券业者。与正式会员不同，经纪会员并不是按照自己的计划或一般顾客的委托在交易所市场进行买卖交易的，而只是媒介正式会员之间的交易，所以他们的股本及对交易所缴费要比正式会员少。

随着日本战后经济的恢复和发展，东京证券交易所也发展繁荣起来。1983 年至 1990 年是东京证券交易所史无前例的发展时期。1990 年，东京证券交易所吸引了全世界 60% 的股票市场资本，成为当时世界最大的证券交易所。虽然随着经济泡沫的破灭，东京证券交易所已不再有往日的辉煌，但目前仍是世界上最大的证券交易所之一。2001 年，东京证券交易所也将会员制改造为股份制公司。不过，东京证券交易所还没有像伦敦证券交易所及纽约证券交易所一样上市。

（5）香港交易所

香港交易所又称香港交易所集团，香港交易所包括有证券交易所、期货交易所和中央结算公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最早的香港证券交易出现在19世纪中期。直到1891年香港经纪协会成立时，香港才开始有正式的证券交易市场。香港经纪协会于1914年更名为香港经纪商会。香港的第二家交易所香港股份商会于1921年注册成立。两所于1947年合并成为香港证券交易所。此后，香港经济快速发展从而成立了另外三家交易所，即1969年的远东交易所、1971年的金银证券交易所以及1972年的九龙证券交易所。1980年，出于监管的需要，注册成立了香港联合交易所有限公司。一直到1986年3月27日四个交易所时代结束，新交易所于1986年4月2日开始运作，到2000年3月与期交所完成合并前，联交所共有570家会员公司。

香港中央结算有限公司于1989年注册成立，其中央结算及交收系统于1992年投入服务，成为所有结算系统参与者的中央交收对手。所有中央结算系统参与者之间的股份交易均需要于成交后第二个交易日（T+2）进行交收。

2000年6月，香港联合交易所有限公司（联交所）、香港期货交易所有限公司（期交所）、香港中央结算有限公司（香港结算）合并，由单一控股公司香港交易所拥有。合并后的香港交易所于2000年6月27日在联交所上市。

2012年5月注册成立香港场外结算有限公司（场外结算公司），为香港交易所附属公司。

2012年12月，香港交易所收购London Metal Exchange（伦敦金属交易所，简称LME）。LME自1877年创立以来一直是全球最大的金属交易所。

目前的香港交易所已经成为一个集证券、期货交易和结算的综合交易市场。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3. 中国股份制与股票市场

（1）中国股份制历程

改革开放让中国选择了社会主义市场经济道路，市场经济离不开股份制。但是我国的市场经济是计划经济转型过来的市场经济，在很长一段时间内国有经济一直占据主导地位，对以私有制为基础的股份制一直处于摸索、试验阶段。时至今日，可以认为我们一直还在探索股份制，探索适应中国社会主义市场经济的股份制。

1978 年，党的十一届三中全会后，中国经济改革首先从农村起步。中国农村的某些社办企业，为扩大生产能力，自发地采用了集资入股、股份合作、股金分红的办法，使企业规模越搞越大，企业经营充满活力。农民通过各种生产要素入股，形成了农村股份合作制企业，这就是股份制的雏形。如果从股份制与大规模生产相联系的角度来看，中国早期的股份合作形式还称不上股份制。有些地方股份制采用的是“入股志愿、退股自由”形式，严格来说，这种股份制募集的资金并没有投入大规模生产中，而仅仅是小规模生产的集中管理，还不能称为真正意义上的股份制。

改革开放后第一次真正提出股份制概念的是厉以宁教授，后被尊称为“厉股份”。据厉以宁教授自己回忆说，他是在 1980 年北京召开的一次劳动就业座谈会上第一次提出了股份制改革的设想。为了应对成千上万“上山下乡运动”结束后的知识青年回城就业问题，厉以宁教授建议，可以号召大家集资兴办企业，企业也可以通过发行股票扩大经营，以此来解决就业问题。但当时厉以宁教授的建议并没有引起多少回应。虽然

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

知识青年返城带来的就业问题，催生了厉以宁教授脑海中的股份制改革思路，却没有催生中国国有企业的股份制。

在大多数人不知股票为何物的时候，在理论界和实业界还在争论市场经济和股份制应该姓“资”和姓“社”的时候，各种形式的股份制企业先后登上历史舞台了。1984 年 7 月 20 日，北京天桥百货股份有限公司成立，这是中国第一家股份有限公司，即可以公开发行股票募集社会资金的股份制企业。[①] 1992 年之前，中国股份制探索还仅仅局限在一些小的、不是很重要的企业范围内，大量国有企业改革还没涉及股份制。为了探索国有企业的改革路径，各种制度创新不断出现。从 1978-1992 年，国有企业主要经历了包括扩大企业自主权、利改税、拨改贷、承包制等一系列改革。

真正意义上的针对国有企业的股份制改革是从 1992 年小平同志的南方谈话开始。1992 年初，针对改革问题的一些争论，邓小平在南方谈话中指出：“改革开放胆子要大一些，看准了的，就大胆地试、大胆地闯。对的就坚持，不对的就赶快改，新问题出来加紧解决。”[②] 1992 年 10 月，党的十四大报告正式确立了“建立社会主义市场经济体制的改革目标”。邓小平的南方谈话和党的十四大报告极大地刺激了中国股份制改造的步伐。1992 年，全国各城市经批准建立了近 400 家股份制试点企业，使全国股份制企业达到 3700 多家。同时，国务院还批准 9 家国有企业改组为股份公司，并到香港和境外上市。1993 年，党的十四届三中全会《关于建立社会主义市场经济体制的若干问题决定》，提出了国有企业必

---

① 人们对第一家股份制公司有不同看法。

② 陈炎兵、何五星．《中国为何如此成功》．中信出版社（2008 年）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

须进行制度创新，即“深化国有企业改革，必须解决深层次问题，着力进行制度创新，建立现代企业制度”，并提出，“公司制股份制是建立现代企业制度的有益探索”。自党的十四届三中全会提出建立现代企业制度至今，国有企业改革主要有两个任务：一是对大量的涉足竞争性行业的中小国有企业进行大规模非国有化改造；二是对大型和特大型企业进行深入的现代企业制度建设。从所有制上对中小型国有企业进行非国有制改造，从企业产权上对大型企业进行现代企业产权制度改造，从党的十四大以后成为中国国有企业改革的核心内容。这也是1992年以后的中国国有企业改革与此前的国有企业改革的根本不同之处。

从党的十四届三中全会《关于建立社会主义市场经济体制的若干问题决定》中可以看出，虽然我们党已经提出现代企业制度改造这样一个任务，但没有明确如何改造。1997年，党的十五大报告中明确提出，建立现代企业制度是国有企业改革的方向，同时指出，股份制是现代企业的一种资本组织形式，不能笼统地说股份制是公有还是私有，关键看控股权掌握在谁手中。股份制则成为以公有制为主体、多种所有制并存的混合所有制经济的主要实现形式。党的十五大报告还提出，国有经济要实行战略性转移，有进有退，抓“大”放“小”，有所为有所不为。

然而，中国股份制从一开始就存在一些问题。

①非资金推动的股份制。从股份制产生的直接原因可以看出，股份制是为了解决单个资本过小和大规模生产要求的资本量大的矛盾而产生的。改革开放初期，中国大量资本都掌握在国有企业中，所以股份制改革首先从国有企业做起。于是就带来一个问题，我们是为股份制而设立股份制。因为国有企业的资本本质上属于全民所有，是已经完成了募集

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资金的企业。国有企业再改制为股份制，其主要目的就不是为了解决资金不足问题，而是为了解决现代企业治理结构问题。

②产权不清的股份制。股份制是将大量分散的社会资本集中使用，形成一种社会化的运行机制，这种社会化运行机制的一个主要特点是产权清晰。国有企业改制为股份制后，尽管引入了多种经济成分，但是国有股权产权不清晰问题仍然没有解决。这对股份制的法人治理结构、股票市场都会产生不良影响。

③中国股票市场设立是在不太清楚情况下设立的，后来其担负的主要任务是为国有企业脱贫解困服务。这些都为后来的股票市场改革带来难题，造成了中国股票市场目前现状。

1991 年诺贝尔经济学奖得主罗纳德·科斯（Ronald Coase）教授是新制度经济学的鼻祖，产权理论的奠基人，其理论对中国的经济改革影响深远。科斯生前十分关注中国经济体制改革，曾经给出中国十个忠告，其中第一个忠告是：必须去除所有加诸国企的特权，让私企得以自由竞争。只要有自由竞争的环境，私企是非常懂得如何应对这些交易费用的。如今，私企最大的挑战是，他们仍然遭受着种类繁多的政策和政治歧视。他们很难进入资本市场，因为资本市场主要是由国有银行所控制。[①]

（2）中国股票市场

新中国成立后我们实行的是计划经济，很多人不知道什么是股市或者说对股市都没有好印象，认为是资本主义腐朽的产物。即便到了改革开放后的八十年代末，我国还没有确立市场经济的基本框架，但是能够

① 从公开资料看是“国有银行控制”，实际上可能应该是指国有企业控制。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在 1990 年成立股票交易所似乎是个不可思议的事情。可以认为，1990 年中国还不具备设立股票市场的条件。王波明先生在《将证券市场引入中国》一文中详细地讲述了中国股票市场的诞生过程。可以看出，是一批有抱负的留学知识分子，在有远见的政府官员的支持下，将一件在当时几乎是不可能完成的事情完成了。

1990 年 12 月 19 日上海证券交易所正式开业，标志着中国股票市场开始登堂入室，从而反过来促进中国股份制的发展。

不可否认的是，在中国股票市场发展的二十多年时间内给中国股民造成了不小的伤害。二十多年间中国大部分股民亏损累累，为中国股票市场付出了巨大的代价。本书重点是研究中国股票市场的问题及解决方案。

（3）神奇的股票市场

经济学中谈论市场这只神奇的手能够创造奇迹，并没有区分各个具体的市场。在成千上万种商品对应的市场中，不同国家都是拥有全部市场中的某部分市场，不可能一个国家同时拥有全部的市场。尽管如此，这些市场推动着各个国家经济的发展。也许这是一条规律，凡是发展好的产业一定对应一个蓬勃的市场，反之如果某个产业的市场极度萎缩对应的产业一定衰落。股票市场是一个特殊的市场，它对应的不是一个产业而是一个产业群，它有着一般市场不具备的神奇功能。

股票市场也是商品市场，属于特殊的商品市场。股票市场的特殊性表现在如下几个方面：

股票市场交易价值变动的商品

一般商品市场交易的商品价值固定或者说短期内价值变动不大，而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票市场交易的是企业，企业的价值每时每刻都会发生变化。从这个意义上说，企业是活的商品，股票市场交易的是活的商品。在成千上万种商品市场中，少有像股票市场这样交易价值变动十分大的商品。

股票市场的二维分割交易

将商品分割交易是为了降低交易成本，很多商品交易均采用这种方法。例如，肉菜市场上如果整头猪卖就难以成交，人们整猪分割成各部分就使得交易变为简单可行。这种分割属于量的分割，缩小一次性交易量。股票交易同样如此，股票就是对整体企业的分割，将一个原本难以交易的大企业分割成小的可交易的股票，降低了交易成本。量的分割是一维分割，除此之外，股票市场上的股民每天交易股票，相当于是按照时间对企业进行分割交易，这是时间维度的分割。所以，股票市场是二维分割交易，包括量维度和时间维度的分割交易。

投资的二次（多次）交易

普通商品通过一次性交易完成价值交换。所以一般市场上采用的都是一次性交易，一手交钱一手交货，一次性整个交易完成。而股票（包括各种投资品）则不一样，必须通过二次（包括以上）交易完成一次价值交换。人们买入股票时，为的是投资增值，所以必须当股票卖出时才算是一个完整的交易过程。当持有股票期间，可能还会产生分红分股等情况，均属于交易，所以说股票市场的股票交易是一个二次交易以上的过程交易。股票市场的一次交易不能与普通商品市场一次交易相提并论。

股票市场实现全方位资源配置

市场经济是市场运行调节下的经济。市场主要是通过市场交易实现对资源的最有效配置，如今世界上市场种类繁多，成千上万的市场为经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

济发展在不停地运转着。每一个市场都发挥着其特定的作用。在这成千上万个市场中，股票市场是一个独特的市场，是一个与所有其它商品市场都不同的市场。这种不同不仅仅是体现在其交易的不同商品上，更主要的是它实现了最有效的资源配置。

股票市场具有更高的资源配置效率

普通商品市场通过对商品的交易实现资源配置。这种资源配置方式可以认为是一种间接的资源配置方式。商品本身不是创造财富的主体，创造财富的是企业。但是，商品销售得好，就会使得各种资源包括人才、资金都有可能流向生产这种商品的企业，这样就实现了资源配置。当然这种资源配置方式是间接的配置，而股票市场上交易的是企业，实现的是直接资源配置方式，所以股票市场的直接资源配置方式比商品市场的间接资源配置方式效率更高。

我国目前有三个证券市场，主要是上海证券交易所和深圳证券交易所。另外还有一个独立的中央登记结算公司。[1]

上海证券交易所

上海证券交易所成立于1990年11月26日，同年12月19日开业，归属中国证监会垂直管理。按照“法制、监管、自律、规范”的八字方针，上海证券交易所致力于创造透明、开放、安全、高效的市场环境，其主要职能包括：提供证券交易的场所和设施；制定证券交易所的业务规则；接受上市申请，安排证券上市；组织、监督证券交易；对会员、上市公司进行监管；管理和公布市场信息。

经过二十五年的快速成长，上海证券交易所已发展成为拥有股票、

① 交易所、结算公司简介摘录于交易所网站公开资料。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

债券、基金、衍生品四大类证券交易品种的，市场结构完整的证券交易所；拥有可支撑上海证券市场高效稳健运行的，世界先进的交易系统及基础通信设施；拥有可确保上海证券市场规范有序运作的，效能显著的自律监管体系。依托这些优势，上海证券市场的规模和投资者群体也在迅速壮大。2014 年，沪市上市公司家数达 995 家，总市值 24.4 万亿元，全年累计成交金额 37.56 万亿元，日均成交达 1533 亿元，股市筹资总额达 3962.59 亿元；债券市场挂牌只数达 2603 只，托管量 2.29 万亿元，累计成交 86.68 万亿元；基金市场上市只数达 75 只，总市值 2084 亿元，累计成交 37478 亿元；投资者开户数量已达 12317 万户。

深圳证券交易所

深圳证券交易所（以下简称“深交所”）成立于 1990 年 12 月 1 日，是为证券集中交易提供场所和设施，组织和监督证券交易，履行国家有关法律、法规、规章、政策规定的职责，实行自律管理的法人，由中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）监督管理。深交所的主要职能包括：提供证券交易的场所和设施；制定业务规则；接受上市申请、安排证券上市；组织、监督证券交易；对会员进行监管；对上市公司进行监管；管理和公布市场信息；中国证监会许可的其它职能。

深交所以建设中国多层次资本市场体系为使命，全力支持中国中小企业发展，推进自主创新国家战略实施。2004 年 5 月，中小企业板正式推出；2006 年 1 月，中关村科技园区非上市公司股份报价转让开始试点；2009 年 10 月，创业板正式启动，多层次资本市场体系架构基本确立。深交所坚持从严监管根本理念，贯彻“监管、创新、培育、服务”八字方针，努力营造公开、公平、公正的市场环境。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中国证券登记结算有限责任公司

经中国证监会批准，2001 年 3 月 30 日，中国证券登记结算有限责任公司（以下简称中国结算）设立。上海、深圳证券交易所分别持有公司 50％的股份。2001 年 10 月 1 日起，上海、深圳证券交易所承担的全部证券登记结算业务划归中国结算承担。公司下设上海、深圳、北京三家分公司及中国证券登记结算（香港）有限公司、中证证券期货业信息基地建设公司两家全资子公司。中国证监会是公司主管单位。

公司的宗旨是，作为中国资本市场最重要的金融基础设施，秉承安全、高效的基本原则，根据多层次市场加快发展的需要，健全完善集中统一的登记结算体系，为登记结算系统各类参与者参与场内场外、公募私募以及跨境证券现货和衍生品投融资提供规范、灵活、多样的登记结算基础设施服务。

根据《证券法》、证监会发布实施的《证券登记结算管理办法》和公司《章程》，公司的职能包括：证券账户、结算账户的设立和管理；证券的存管和过户；证券持有人名册登记及权益登记；证券和资金的清算交收及相关管理；受发行人的委托派发证券权益；依法提供与证券登记结算业务有关的查询、信息、咨询和培训服务；中国证监会批准的其它业务。

目前公司业务覆盖的场所范围：（一）为上海、深圳证券交易所及全国中小企业股份转让系统公司全部上市或挂牌的证券提供登记、清算和交收服务；（二）为上海、深圳证券交易所上市的股票期权等金融衍生品提供清算、交收服务；（三）为沪港通等跨境证券交易提供登记、存管、清算、交收服务；（四）为内地发行的开放式基金产品、证券公司资产管理产品及陆港基金互认产品提供登记、清算、交收及托管服务；（五）为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中国证券金融公司转融通业务提供登记结算服务；（六）为中国金融期货交易所上市国债期货提供实物交割服务；（七）为非上市公众公司提供集中登记存管服务；（八）为境外上市公司（主要在香港）非境外上市股份提供集中登记存管服务；（九）为债券在证券交易所市场与银行间市场流动提供转托管（转登记）服务。

公司对登记结算系统参与者提供的主要服务内容：（一）为上市公司等证券发行人提供持有名册、证券权益派发、公司行为网络投票、股权激励和员工持股计划等服务。（二）通过电子化证券簿记系统为证券持有人设立证券账户，提供登记、存管服务及证券交易后的证券交收服务。（三）为结算参与人设立担保和非担保资金交收账户，为证券、金融衍生品交易提供清算、交收服务。就场内集中交易的证券品种，公司作为中央对手方（CCP）以结算参与人为单位，提供多边净额担保结算服务。就非场内集中交易的证券品种，提供双边全额、双边净额、实时逐笔全额（RTGS）及资金代收付服务。（四）为公募、私募基金发行人提供基金资产的托管服务。

本章小结：

* 人类历史是一部发明创造史，或称创新发展史。发明包括技术发明和制度发明，人们往往重视技术发明，实际上制度发明优于技术发明。

* 大部分技术发明或制度发明的功能都是已知的，或者说变化不大的。却有少数发明的结果还在不断演化中，我们定义这类发明是伟大的发明。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

* 本书将包括计算机在内的互联网视为伟大的技术发明，原因是计算机和互联网的功能还在不断演化中；同理，将包括股份制在内的股票市场视为伟大的制度发明，因为股票市场的功能还在不断演化中。

* 本书重点研究制度发明的股票市场，后面将会看到具有新的股票市场功能被提出或者说我们在创造新的股票市场。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二章

重读股票市场

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二章 重读股票市场

市场貌似简单其实不然，市场并非是人们想象的只是用于商品交换的场所，市场是包含产权、交易、信用、风险控制在内的一组复杂机制。经济学的缺憾之一是不研究市场。在成千上万个商品市场中，股票市场更是奇妙无穷。这是一个让我们既熟悉又陌生的市场，读懂股票市场并非易事。

据统计，中国的股民数量有 1 亿多人，可能是全球最大的市场。但是股民每天买卖的股票是什么样的却很少人见过，电子化交易已经让纸质的股票消失。如今我们还能回忆到的纸质股票可能是当年邓小平送给时任美国纽约证券交易所主席约翰·范尔霖的飞乐音响股票。1986 年 11 月 14 日，邓小平接见了来访的约翰·范尔霖并赠送了股票。如今那张具有划时代意义的股票及过户资料都存放在美国纽约证券交易所。

只买卖看不见摸不着的电子符号，让本来有点飘忽不定的股票更加让人难以琢磨，这也许是我们一直看不清股票市场真面目的原因。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一、历史偏见

1. 资本主义烙印

长达30年的计划经济，让所有与市场经济相关的产物都被印上了资本主义的烙印，“股票市场”、“经纪人”、“货币”这些与资本主义密切相关的名词被赋予了邪恶的含义，所有资本主义的制度都遭受到了严厉的批判。计划经济年代所有市场经济的书籍都被禁止发行，人们无从知道股份制、股票市场。人们只能从矛盾的名著《子夜》中，通过了解资本家如何残酷剥削工人，片面了解到股票市场是一个充满尔虞我诈、不择手段的场所。在当时大多数中国人心目中，股票就是罪恶的代名词，股票市场就是一个赌博市场。市场经济重要组成部分的股份制都遭到否定。

改革开放后，我国逐步确立走社会主义市场经济道路，市场经济相关的各项经济制度开始引入，其中就包括股份制和股票市场。不可否认的是，我们是在不太懂股份制情况下开始股份制试点，在不太懂股票市场情况下开始建立股票市场。

2. 曾经的误解

在股份制问题上，我们曾经犯过的错误。

（1）发展秩序倒置

股票市场是股份制的配套机制。股份制作为一种先进的资金组织形式，主要包括股份制公司和股票市场。从发展股份制角度应该是先发展股份制公司再发展股票市场。而我国基本上是倒过来发展，是先建立了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票市场再大力推动股份制公司的发展。

（2）入股志愿退股自由

当我们开始引入股份制时，打出的口号是“入股自愿、退股自由”。在公有制还占据主导地位时，人们体会不到募集社会资金的重要性。因为公有制本身已经完成了募集社会资金的功能，所以我们基本没有募集社会资金投入大规模生产的认识，从而有退股自由说法，不懂得股份制下募集资金的含义以及不能退股的原因。

（3）同股不同权

当刚刚开设股票市场时，担心国有资产的流失，只是新增的少数资本允许交易，而国有股、法人股均不允许交易，形成了股份制下同股不同权的双轨制，以至创造了日后的股权分置改革运动。

当我们回过头来看股份制和股票市场时，似乎认为当年犯的错误十分低级。今天，关于股份制、股票市场的书籍充斥市场，人们似乎认为已经十分了解股份制，熟悉股票市场，事实并非如此。如果我们真的理解了股票市场，也许中国的股票市场就不是今天这个模样；如果我们真的读懂了股份制，中国经济可能还可以持续高速增长。

二、重新认识股票与股票市场

1. 股票及股票市场的特点

股票也是商品，股票市场的本质还是商品市场。狭义上说市场是商品交换的场所。商品种类繁多，商品数量成千上万，对应的商品市场也是无数。为了容易分辨，人们往往在市场前面加上主要交易标的物作为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场的名称，例如，服装市场代表市场交易标的物是服装；汽车市场代表市场交易标的物是汽车；百货商场代表市场交易标的物有很多种百货。股票也是一种商品，所以股票市场代表市场交易标的物是股票。从这个意义上说，股票市场与服装市场、汽车市场没有区别，都属于商品市场。

商品交易的本质是物物交换，货币只是中间媒介。现代社会人们用货币购物，不论是购买服装还是购买股票，遵循的交易规则是按照价值进行交换。因为两个不同的商品属于不同类别，无法比较。人们认为不同商品存在共同属性，那就是价值。由于商品交易是自愿的，所以人们认为商品交易是等价交换。在股票市场上，人们用货币购买股票，持有股票卖出换回货币，遵循的都是等价交换原则。

从商品交换的角度看，股票市场与服装、汽车市场没有本质上的区别。

2. 股票与其它商品的区别

尽管站在商品的角度，股票商品与服装、汽车商品没有本质区别。但是商品与商品之间均存在非本质区别，例如不同商品形状不同、体积不同、重量不同、价值不同等等，千差万别。实际上，商品与商品最大的区别在于使用价值不同，即不同商品对人的有用性不同。人们购买服装为了保暖和装饰，购买汽车为了载人载货，而购买股票为了投资增值。抛去不同类型商品的很多不同之外，我们可以归纳出股票及股票市场与普通商品及市场的主要不同点如下：

（1）股票是商品替代物

如同货币一样，股票也是商品的替代物。股票代表的是股份制公司的股权。由于股票是票据（甚至连票据都不是而是电子符号）而不是实物，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所以人们往往将股票交易称为虚拟交易，股票市场称为虚拟市场。原因在于人们交易股票不是目的，最终交易的是股票代表的公司股权。

股票市场源于股份制，是股份制的配套机制。股份制有效解决了募集社会资金问题。募集来的资金投入生产不能退出，所以借助于股票市场实现股份退出问题。也就是说，股票交易起源非常清楚，源于股份制。

（2）交易股票的成本很低

任何商品交易均有成本，这些成本包括信息搜寻、谈判、仓储、运输等等。交易达成后，人们采用的是一手交钱一手交货规则。交货又称交割。交钱的成本较低，交货的成本较高。由于股票是票据或电子符号，所以股票交易几乎没有仓储和交割成本。

（3）股票买卖是二次（多次）交易过程

普通商品买卖，人们采用的是一次交易，即一手交钱一手交货，一次性完成价值的交换。投资品交易包括股票，必须通过二次交易完成。投资者买入股票并不是目的，追求的是投资回报。只有当买入的股票再卖出时，投资回报才可能体现，所以是二次（包括以上）的交易。买入卖出过程中还有分红配股等情况发生，均属于二次交易过程中的多次交易。这就是投资品市场与普通商品市场的区别。

（4）风险收益对应

由于股票及股票市场具有上述特点，使得股票交易风险大收益大。很多人通过股票交易获得了暴利，但也有很多人亏损累累。收益与风险对应的特点使得监管者经常要告诫投资者，股市有风险、投资需谨慎。[1]

① 陈云贤博士首次提出（投资银行）风险收益对应论。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3. 与普通市场的区别

前面我们已经谈到，股票市场也是商品市场，所以不存在本质的区别。由于股票商品与其它实体商品不同，所以股票市场与其它商品市场的不同通过股票的区别已经有所反映。例如，股票的无交割成本和股票的使用价值特性，使得人们会多次反复交易股票，从而形成如下股票市场与普通商品市场的不同。

（1）集中交易

由于股票交易没有交割成本，使得人们可以采用远距离交易。于是，可以建立全国乃至全球市场集中交易。从经济学角度，集中交易具有信息披露准确、交易成本低等优点，所以可以看到，我们有全国集中的沪深证券交易市场，但是其它实体商品就难以如此大集中交易。

（2）多次交易

这一点在前面已有描述。多次交易必然产生多次成本，所以股票市场要求尽可能降低单次交易成本。

（3）电子交易

尽管现在我国很多普通商品均已采用互联网电子交易，不得不承认股票交易最容易实现电子化，这也就是我国证券市场电子化交易领跑世界的原因。普通商品存在交割问题，必须解决电子化交易不能即时完成的一手交钱一手交货问题，所以只能采用货到付款方式或第三方支付方式，而股票交易基本不存在这些问题。

（4）风险大

任何商品市场均有风险，但是人们发现股票市场的风险远远大于普

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

通商品市场。只有股（票）灾说法，很少听说某种商品灾。偶尔有郁金香、君子兰、大蒜等普通商品的过度炒作引发的风险，而股灾可以认为是每天均可能发生的。股票市场的这种风险主要源于“集中交易”。凡事均有两面性，集中交易带来种种好处的同时，也带来了风险集中的缺陷。除此之外，股票是虚拟票据，容易与实体股权相分离，从而虚假信息、恶意炒作，均可能产生普通商品市场不容易产生的风险。所以，全世界各国政府都会对股票市场加强监管，防止股灾发生。

三、防范股市风险方法

上一节我们分析了股票市场的缺点之一是风险大，而这一风险来源于集中交易优点，为了防范股灾人们可以采用分散交易。国际上规范的防范股票市场风险的基本方法包括银货对付等。

1. 银货对付

（1）银货即时对付

人类几千年来商品交易均采用一手交钱一手交货规则，即买方与卖方的钱与货当面算清，防止纠纷。普通商品市场的这一就基本防范风险规则被国际上广泛采用，在金融市场上称为银货对付准则或银货即时对付准则。这一准则首先由国际上著名的 G30 小组提出来，又称 G30 准则。G30 小组成立于 1978 年，英文为 International Group of Thirty:G30，这是一个由 30 名国际金融界权威人士组成的非营利性的咨询小组。该小组于 1989 年提出了关于证券清算和结算的九条建议（简称 G30 报告）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

G30 报告中最重要的一条准则就是证券交易须采用“银货对付”。报告的主要内容包括采取快捷的成交确认机制、建立中央托管结算机构、采用净额交收、采用国际共同信息标准等。G30 报告提出以后，其关于证券托管结算体系建设的建议，尤其建立中央证券托管机构和实现结算券款对付的建议，得到了国际市场的普遍认同，各国纷纷根据 G30 报告的标准建立自己的中央托管机构和清算结算体系。2003 年 1 月，G30 发表了《全球证券市场清算、结算改革建议》，号召全球所有证券市场共同研究交易后清算和结算处理问题，建议各国加强国际合作、完善托管清算机构治理结构、强化风险控制。

我国《证券法》第四十二条规定：证券交易以现货和国务院规定的其它方式进行交易。这里的现货交易就是要求证券交易不能采用信用交易，必须遵循国际规范的银货对付准则，简单说就是一手交钱一手交货，不能搞信用交易。

（2）银货对付实现方式

银货对付的含义是银货即时对付，即一手交钱一手交货。银货对付有几种实现方法。

即时对付

如同人们在普通商品零售市场交易一样，商家挂出商品的标价，发出商品可出售的价格信号，一旦消费者看中某件商品，相当于达成成交意向，签订商品交易合同。当然有些市场买家与卖家可以讨价还价，属于签订商品合同阶段，最终按照一手交钱一手交货实现资金的支付与商品的交割。

虽然人们在购买商品时并没有签订书面合同，实际上还是存在一个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

口头合同或者称为隐形合同，消费者交钱提货实际上在履行这个口头合同。

T+n 交易

大宗商品交易市场上，往往需要交割的商品量大，商家需要备货时间等原因，所以往往采用的是 T+n 交易。即先在 T 日签订合同，然后合同约定 T+n 日，即过了 n 日再完成一手交钱一手交货。当第 n 日买方没有资金或者卖方没有货时，相当于合同无效。为了避免违约，签订合同双方往往会有违约处罚条款。例如卖方要求买方先支付订金、违约方支付违约金等条款。总之，在 T 日达成合同，在第 n 日实现银货对付，仍然属于控制风险的银货对付原则。

国际上，股票市场一般采用 T+n 交易。即 T 日成交后，在 T+n 日银货对付。一旦出现意外，T+n 银货对付不了则交易无效，相当于恢复到交易前状态，不会造成交易风险，当然可以按照不同情况对违约方给予不同的处罚。

国外股票市场运行历史经验告诉我们，在采用银货对付原则下，股票市场基本上不会出现违约风险。

2. 会员制

世界上股票市场的设计往往采用集中交易，这是由股票交易特点决定的。一个市场集中度越高显然风险越大，如果几十万人同时在一个普通商品市场上交易，一旦出现问题那是十分危险的。而股票市场的大集中可以同时让几百万、几千万甚至上亿人在一个市场上同时交易。即便技术上我们可以做到这一点，从风险防范的角度看也应该分离。这就是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

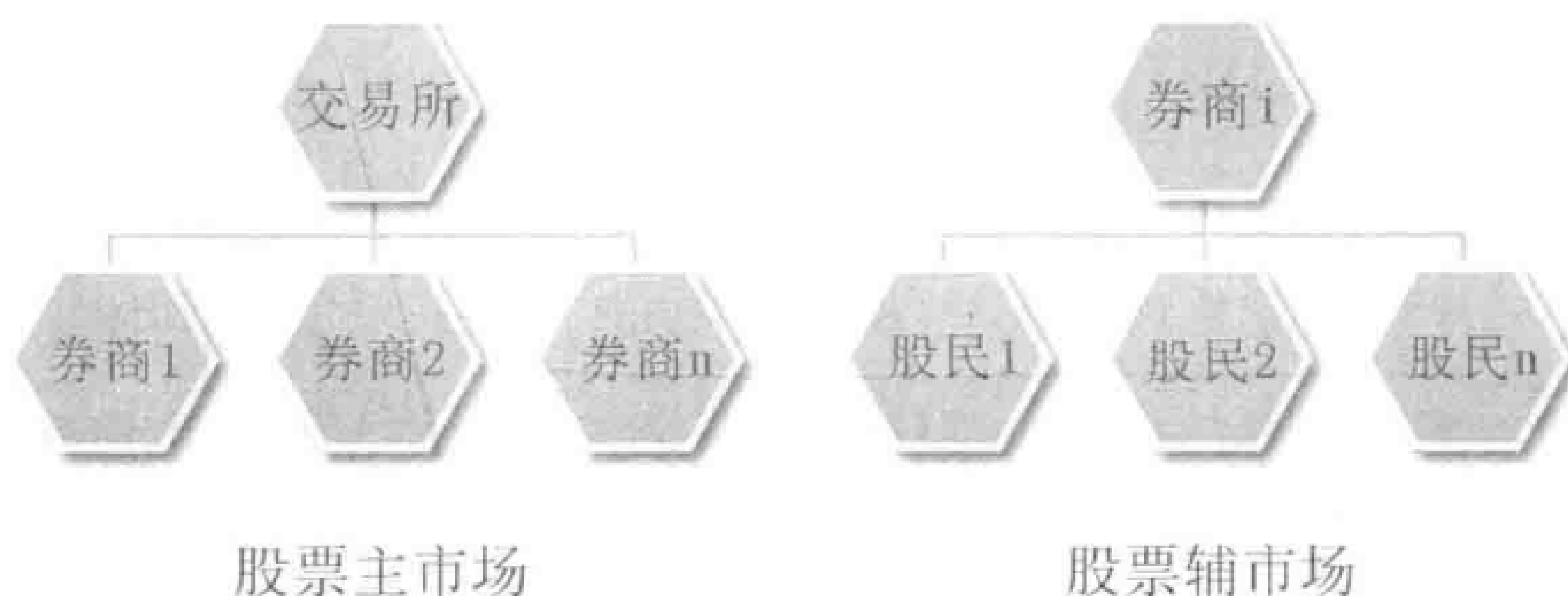
人们采用会员制的基本原因。

世界上所有股票交易所均采用会员制，我国沪深证券交易所也是会员制。会员制的含义是股票市场只有会员才能入场交易，即会员才是交易主体。凡不是会员的又想参与股票市场交易的非会员，不论是组织还是个人，均必须委托会员代理交易。会员一般是具有资金、人才、专业实力的金融机构，我国沪深证券交易所的会员只能是券商，银行也不是会员。

会员制的最大优点是将股票市场与成千上万普通投资者相对隔离。股票市场看到的交易者只是机构会员，股票市场看不见普通股民。这样一来股票市场的管理就相对简单。例如我国沪深证券交易所应该只面对一百多个券商，而不必直接面对上亿股民。整个股票市场由券商去代理普通股民交易，股民不论是出现差错还是发生纠纷，均通过代理券商解决，不会影响到证券交易所。

会员制是证券与期货市场普遍采用的制度，期货市场的风险较大甚至还有分级会员。普通级别的会员不能直接做结算，高级别的会员是结算会员。

会员制的股票市场结构如图 2-1 所示。



（图 2-1　会员制下的股票市场）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

总之，可以认为银货对付和会员制是任何一个股票市场防范风险的基本手段。

3. 其它方法

还有较多控制股票市场风险的方法，例如分层次设置股市、做空机制、强制分红和强制信息披露、严刑峻法等。

四、股市结构及流程

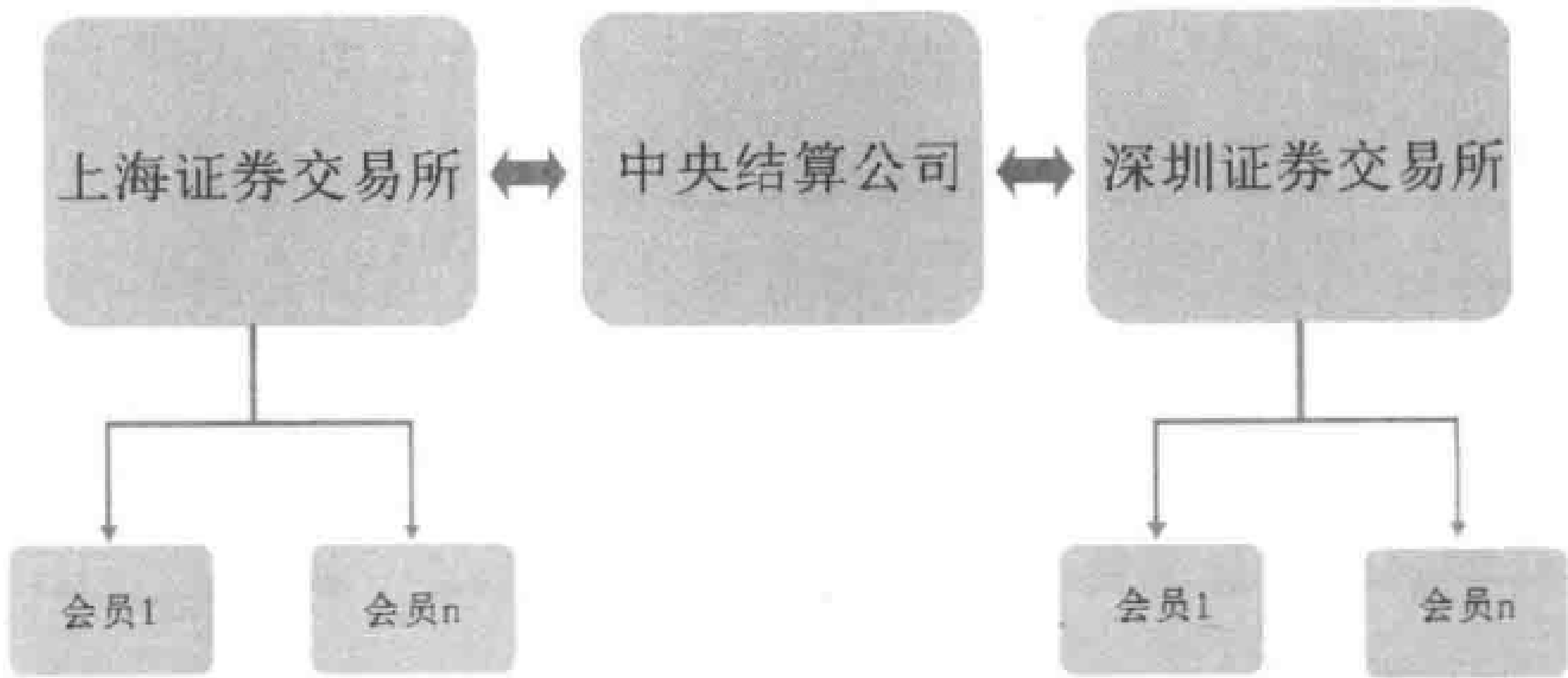
通过股票市场结构设计及股票交易流程来理解股票市场运作。

1. 股票市场结构

我国股票市场目前主要由上海证券交易所、深圳证券交易所和中国证券登记结算有限责任公司（简称中央结算公司）组成。2012 年 9 月在原有新三板基础上创建了全国中小企业股份转让系统，属于第三个股票市场。目前由于交易规模较小，本书谈论的股票市场暂不包括其在内。沪深证券交易所主要负责股票的交易，而股票的账户开户、股票变更登记、资金的结算是由独立于沪深证券交易所的中央结算公司完成的。可以看出，我国股票市场采用的是独立结算模式，而这种独立结算模式只有在期货市场才能看到，国外股票市场基本没有独立结算模式。

沪深证券交易所采用会员制，并且规定券商才能成为会员。凡是非会员的机构或个人进行证券交易，只能委托会员代理进行。如图 2-2 所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



（图 2-2 股票市场结构图）

2. 股票交易流程

在我国股票市场目前结构下，普通股民进行股票交易的流程如下：

（1）开设股票和资金账户

开始交易之前，股民必须在中央结算公司开设股票账户和在券商开设资金账户。股票账户记录股民的股票交易情况和现有股票情况，而资金账户记录股民的资金情况。股票账户是由中央结算公司管理的，由于中央结算公司可以授权券商代理开设股票账户，所以普通股民一般在券商那里就同时完成了股票账户和资金账户的开设，一般股民并未意识到中央结算公司的存在。尽管如此，必须强调的是中央结算公司才是真正的股票账户管理者。后面会谈到这是中国股票市场的一个特点，也是一个比较大的问题。

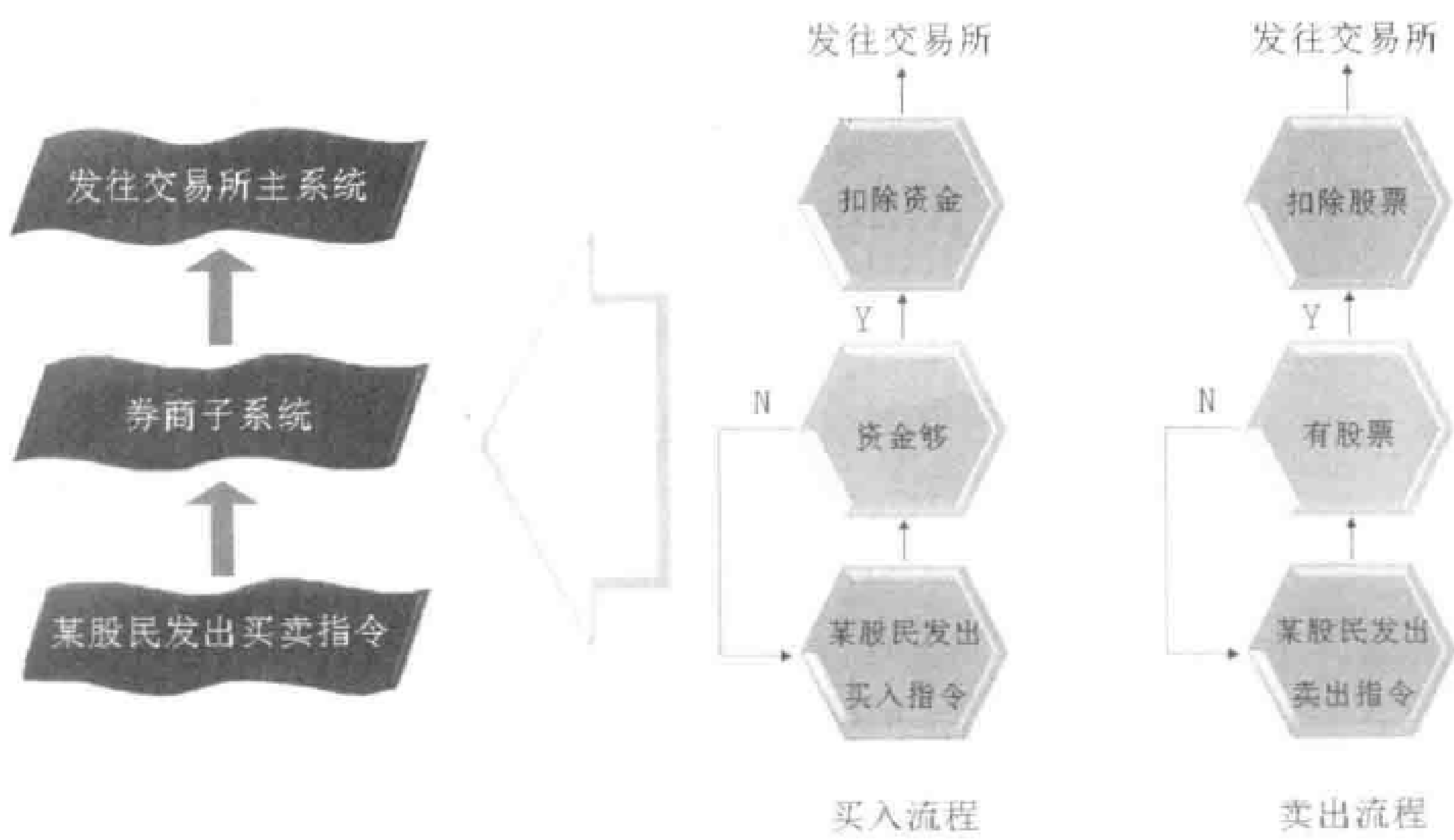
当股民开设好股票账户和资金账户后，只要存入资金就可以开始买卖股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（2）股民买入卖出股票流程

股民买入股票时，其在券商的资金账户上必须要有足够的资金。券商系统（即辅系统）首先要检查股民资金账户资金情况，先行扣除后才将股民的买入单发至交易所，不论成交与否资金已经先行扣除。如果没有成交，到了晚上结算才退回；如果成交了，按照交易所成交价格进行结算，前期的只是预扣。当股民卖出股票时，券商系统先检查股民股票账户上是否有股票，有则先行扣除然后再发卖出单到交易所，无则禁止发送。一旦交易所成交信息返回，券商系统会自动将股民卖出股票资金返回到股民资金账户。由于是预结算，相当于是券商垫付资金给股民，所以只允许股民用此资金再买入股票而不允许提取资金。原因很简单，再买入股票结算时券商没有任何风险，然而股民提资金走后，有可能出现预结算与实际结算的误差风险。

券商系统即辅系统严格做到银货对付，没有结算风险，如图 2-3 所示。



（图 2-3　券商系统示意图）

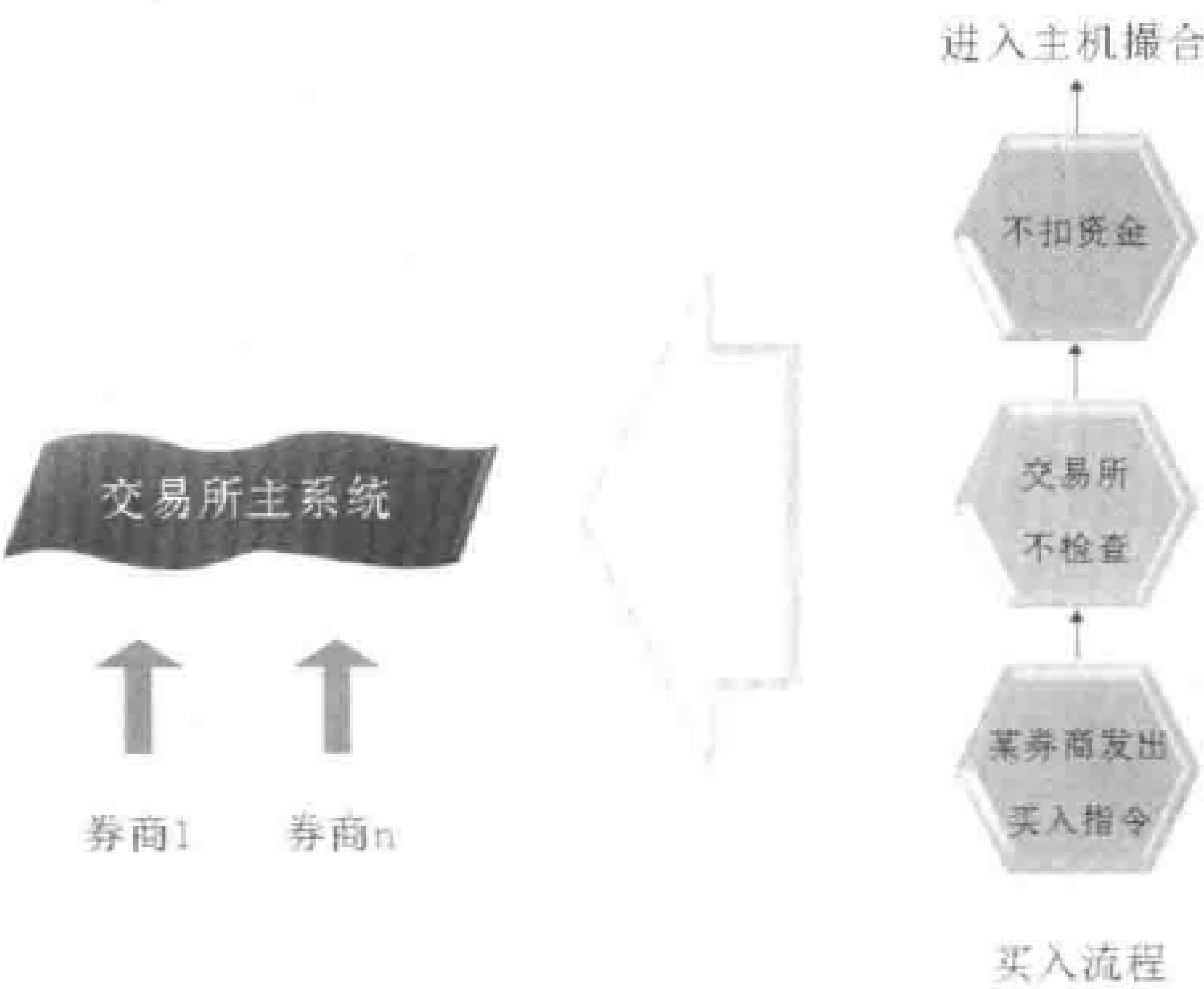
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（3）券商交易流程

前面谈论的股民交易流程，主要是由股票市场辅系统（包括进入主系统）完成的。严格来说，那还不是真正的股票市场。由于采用会员制，只有会员才能在市场交易，所以，真正的股票市场应该是从券商开始交易算起。

不论是自营还是代理，券商买卖股票时，直接将买卖指令发至交易所。注意到如果是代理交易，券商发出的是股民的买卖指令而不是券商指令，除非是券商自营才是券商的指令。当交易所系统收到券商席位指令后，由于交易所（中央结算公司）掌握股民的股票情况，容易检查。然而技术上的原因，交易所（中央结算公司）没有股民的资金账户情况，所以无法检查。即便交易所掌握券商资金账户，但是券商资金账户资金与每天代理股民成交量存在较大差额，所以交易所实际上无法检查券商资金情况。即在没有资金情况下，券商可以买入股票。

交易所主系统结构如图 2-4 所示。



券商买入流程

（图 2-4 交易所主系统示意图）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3. 存在问题

从交易流程上不难看出我国股票市场存在如下问题：

（1）无银货对付

在券商与股民端，券商代理股民进行股票交易，券商可以很好控制股民的资金账户与股票账户情况，做到有资金（先行预扣成功）才代理发出交易买入指令，有股票才代理发出交易卖出指令。从而保证了券商与股民是银货对付，没有风险。然而交易规则不是针对股民的，即与股民端没关系，交易规则是针对交易所与券商的。按照目前交易流程，券商可以在没有资金情况下买入股票，第二天才将资金补足，而买入的股票是即时到账（直接到股民账户，不可变更）。卖出股票时，由于股票账户在交易所端可以控制，相当于没有股票是卖不出去的。

说明我国股票市场没有实行银货对付准则。

（2）非规范会员制

我国股票市场目前不是实行真正的会员制，从股民的股票账户管理必须通过中央登记结算公司就可看出。中央登记结算公司包括证券交易所实际上直接与股民建立联系，进行股票交易、登记和结算。券商与股民实现的是资金结算关系。这种模式不是真正的会员制。关于这些问题后面作进一步分析。

五、国外股票市场

国外股票市场较多，我们没有必要详细分析国外每个股票市场的交

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

易流程，这里简单介绍国外股票市场或者说规范的股票市场的一般交易过程。

1. 会员制与委托代理制

国外股票市场均采用严格的会员制，或者说是真正的会员制。股票交易所一端看不到普通股民任何信息，股票交易所只与会员发生法律关系，股票交易所与普通股民没有任何关系。简单地说，国外股票交易所只是会员的交易场所，与其他人没有任何关系。股票交易所看到的、每天处理的都是几十个最多几百个会员的数据。所有股民也只与会员券商发生关系，不会与股票交易所有任何关系。

总之，会员制下，交易规则只对会员有效，所有交易会员都遵循同一交易规则。非会员的股民不必遵守交易规则，股民需要遵守的只是他与券商签署的委托代理合同，即券商与股民的法律关系是通过委托代理合同实现的。当然，委托代理协议会以股票交易所交易规则为基础，但并非完全一样。一般来说，券商针对不同股民可能会签署不同的委托代理合同，所以交易规则是唯一的，但是委托代理合同却是五花八门，所谓的融资融券都是发生在委托代理合同中。

2. 实施银货对付

前面谈到，银货对付有两种实现方式，一是即时交易，二是 T+n 交易。国外所有的股票市场均采用 T+n 交易方式，T+n 交易方式除了可以实现控制风险的银货对付原则外，还具备纠错功能。交易过程中不论是人还是机器均存在出错的可能，留出缓冲时间，就等于给了人们纠错的机会。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所有股票交易所基本都不采用即时交易而是采用 T+n 交易。T+n 中的 n 为几则不重要，一般 n=1、2 或 3。

需要特别指出的是，会员制下，股票市场是指主市场而不是辅市场。辅市场本质上是券商为股民提供的服务系统，相当于股票市场外的一个服务系统。股票市场与服务系统的主要区别在于市场遵循的是交易规则，一般对所有交易者一视同仁，不可变更。而服务系统是券商与股民之间的服务条约，在不违背股票市场主要交易原则下，券商对不同的股民可以提供不同的服务条款。例如，部分保证金或者全额资金交易；股票即时或 n 日后交割等等。总之，辅市场的本质是券商服务系统，这个系统下的各种规则都不是市场规则。如果不理解这一点就容易对市场认识产生偏差，例如香港股票市场的交易结算规则是 T+2，但是股民基本是当天买入的股票当天可以卖出，人们误以为这是 T+0 交易规则，实际上是 T+0 券商服务条款而不是交易结算规则。

六、股市究竟有什么功能

1. 股市有融资功能吗

股市包括融资，上市融资天经地义，这些错误的话语在我国普遍流行。原因在于 20 多年来我们一直受到这种教育。以中国证券业协会组织编写的证券从业人员资格考试统编教材之一的《证券市场基础知识》（2012）为例（将其称为教科书），其对证券市场（包括股票市场）的功能定义如下：

（1）筹资——投资功能。证券市场的筹资——投资功能是指证券市场一方面为资金需求者提供了通过发展证券筹集资金的机会，另一方面

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为资金供给者提供了投资对象。在证券市场上交易的任何证券既是筹集资的工具，也是投资的工具。在经济运行过程中，既有资金盈余者，又有资金短缺者。资金盈余者为使自己的资金价值增值，必须寻找投资对象；而资金短缺者为了发展自己的业务，就要向社会寻找资金。为了筹集资金，资金短缺者可以通过发行各种证券来达到筹资的目的，资金盈余者则可以通过买入证券而实现投资的目的。筹资和投资是证券市场基本功能不可分割的两个方面，忽视其中任何一个方面都会导致市场的严重缺陷。

（2）资本定价功能。证券市场的第二个基本功能是为资本决定价格。证券是资本的表现形式，所以证券的价格实际上是证券所代表的资本的价格。证券的价格是证券市场上证券供求双方共同作用的结果。证券市场的运行形成了证券需求者和证券供给者的竞争关系，这种竞争的结果是：能产生高投资回报的资本，市场的需求大，想要的证券价格就高；反之，证券的价格就低。因此，证券市场提供了资本的合理定价机制。

（3）资本配置功能。证券市场的资本配置功能是指通过证券价格引导资本的流动从而实现资本合理配置的功能。在证券市场上，证券价格的高低是由该证券所能提供的预期报酬率的高低来决定的。证券价格的高低实际上是该证券筹资能力的反映，能提供高报酬率的证券一般来自经营好、发展潜力巨大的企业，或者来自新兴行业的企业。由于这些证券的预期报酬率高，其市场价格相应也高，从而筹资能力就强。这样，证券市场就引导资金流向能产生高报酬的企业或行业，使资本产生尽可能高的效率，进而实现资本的合理配置。

也就是说，我国权威教科书灌输给我们的知识是股票市场包括融资功能。因为在股票市场三个功能定义中，第一个功能就是“筹资（投资）”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

筹资与融资含义相同，即股票市场第一个功能是融资功能。

注意到中国证券业协会是受中国证监会委托编写的培训教材和组织证券业从业人员考试的，所以这套培训教材具有权威的观点，对所有证券从业人员灌输股票市场包括融资功能观点，或者说凡是不同意此观点的人员基本不能进入证券行业。专业人员的这种观点必然要影响到成千上万个非专业的股民当中，影响到许许多多企业家中。企业趋之若鹜想上市就是为了融到资金。这些错误观点我们会逐步分析其问题所在，先对比一下国外证券相关教科书对股票市场功能的定义。

2. 国外权威解读

我国股票市场是从国外引入的，国外股票市场已经有 400 多年历史了，相比之下我国 20 多年股票市场历史还只是牙牙学语的小孩。尽管我们可以创新，但是不能盲目。

先以《Stock Market》[1] 一书为例，这是一本美国最经典和权威的讲解股票市场的书籍，作者是 Richard • J • Teweles 和 Edward S. Bradley。该书谈到，市场就是提供一个让商品交易的场所。具体来说，股票市场具有如下三项基本功能：

（1）Creation of a continuous market（创造一个持续交易的市场）

显然，这里描述的股票市场和商品市场是一致的。首先是一个提供商品交易的市场，即商品交易是市场第一功能。股票市场的特殊性使得这里强调了是连续交易的场所。

（2）Fair price determinant（形成公平的价格，即价格发现）

① 《股票市场》（第七版），（1998 年）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这个功能没有差异。凡是市场均有给商品定价功能，或者人们说的发现价格。股票市场也如此，通过交易，为每一只股票定价。

（3）Aid in Financing Industry（辅助融资）

注意到这本教材没有讲到一般市场均有的资源配置功能，而是增加了Aid in Financing Industry，不妨翻译为辅助融资功能，意为股票市场具有帮助完成融资的功能。这个与我们讲的股票市场是股份制配套机制完全相符。

上述关于股票市场的三个功能定义，没有出现我国教科书的股票市场具有融资功能描述。

我们再看一本由原证监会主席刘鸿儒担任顾问，当代金融名著译丛翻译编辑委员会主编唐旭先生翻译的美国金融权威书籍《资本市场：机构与工具》（第二版），[1] 这本由美国耶鲁大学管理学院教授弗兰克·J·法博奇和美国麻省理工学院斯隆管理学院教授弗朗哥·莫迪利亚尼合著的一书中，对金融市场（含股票市场）的作用描述为：

首先，金融市场上买方与卖方的相互作用决定了交易资产的价格，或者说确定了金融资产要求的收益率。公司获取资金的动力取决于投资者要求的回报率，金融市场的这一特点指示着资金应如何在金融资产间进行分配。这一过程被称为价格发现过程。至于这些价格信号是对的还是错的，我们将在第七章研究金融市场效率时再讨论。第二，金融市场为投资者出售金融资产提供了一种机制。由于这一特点，金融市场提供了一种流动性，它对被迫或主动出售金融资产的投资者有很大的吸引力。

① 弗兰克·J·法博奇、弗朗哥·莫迪利亚尼．《资本市场：机构与工具》（第二版）．经济科学出版社（1998 年）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果缺乏流动性，所有者将被迫持有债务工具直至其到期或者权益工具直至公司自愿或破产清算。虽然所有的金融市场都提供某种形式的流动性，流动性的程度却是决定不同市场特点的因素之一。第三，金融市场减少了交易的搜寻和信息成本。搜寻成本包括显性成本，如用于广告以引发出售或购买金融资产的成本；隐形成本，如用于确定交易对象的时间。某种有组织的金融市场的出现降低了信息成本。信息成本是与评估金融资产投资价值相关的成本，即预期现金流的数量和可能性。在有效市场中，价格反映了所有市场参与者收集到的总信息。”

即金融市场包括发现价格、提供交易机制、降低交易成本三项功能。实际上股票市场和普通商品市场一样。后面我们会详细分析为什么说股票市场不包括融资功能。

美国证券交易委员会（SEC）在其网站上关于股票市场的定义为：“股票市场就是一个买卖双方能够以双方决定的价格交易股票的市场，通常由股票经纪人协助。”

总之，国外的专家们在解读股票市场功能时都没有涉及融资功能问题。所以，股票市场的功能和普通商品市场一样，只不过是交易股票的场所，实现的是作为商品的股票的交易。关于这一点后面进一步分析。

3. 市场功能

所谓市场功能就是指市场的作用，市场是干什么的？市场的有用性是什么？任何一种商品均有价值，表现为使用价值或有用性。人们通过市场实现的是商品价值的交换。当我们把市场也作为商品时，可以看出市场这种特殊商品的有用性是什么，那就是实现了这个市场上交易的标

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的物的价值与货币价值的交换。对股票市场而言，就是实现了卖出人股票价值与买入人货币价值的交换。所以，股票市场的第一功能（主要功能）是股票交易，而不是别的。类如服装市场的第一功能是服装交易、汽车市场的第一功能是汽车交易一样。简单地说，市场的第一功能是实现商品的交换。相比较教科书将股票市场第一功能定义为“筹资－投资”，让人们感到费解。我们很难将股票市场的主要功能“股票交易”（这是任何市场的主要功能，不光是股票市场）与“筹资－投资”功能联系起来。我国教科书为何如此定义股票市场功能，可能性只有三个，一是教科书误认为“股票交易”等同于“融资（投资）”。误认为有资金流动就是实现了融资，实际上这是个错误概念。股票交易是价值交换或称资产置换，与融资毫不相干；二是认为股票市场包括所谓一级市场和二级市场，一级市场是发行市场，发行市场就是融资市场。后面将会分析问题所在；三是忽略商品市场的最基本功能——商品交换。也就是说，对股票市场的最基本功能“股票交易”忽略不计，改用一个认为是新的功能“融资（投资）”来替换。暂且不说这个新的功能是否存在，将一个市场最本源的功能抹去是一件很荒唐的事情。任何时候、任何情况下，我们都不能忽略商品市场的最基本功能是商品交易。没有了商品交易，还能有市场吗？后面我们会进一步分析，人为定义股票市场包括融资（投资）功能是不可取的。至于股票市场的第二功能“定价”和第三功能“资源配置”，可以认为是任何市场均有的功能。这两个功能实际上是商品市场在实现商品交易第一功能之后的派生功能，或者说是辅助功能。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本章小结：

＊ 市场看似简单，实际上是复杂的。主要原因是我们误用了市场经济一词，原本应该是交易经济。市场给人以假象是简单，只有交易才会让我们体会到复杂。

＊ 长期以来，我国股票市场被扭向了融资市场，不但破坏了融资市场，同时也破坏了股票市场。重新认识股票市场是从股票市场的本源来解读真正的股票市场。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第三章

制度性缺陷研究

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三章 制度性缺陷研究

世间事物运行均有其规律，不论是办企业还是办市场，如果违背事物发展规律必然会遭受到惩罚。世界上每天会诞生无数新的企业，同样每天都会有很多企业破产。没有一位企业家不想让基业长青，破产的企业都是无奈的。托尔斯泰说过，幸福的家庭都是相似的，不幸的家庭各有各的不幸。对企业而言，不成功的企业都是相似的，成功的企业各有各的成功之道。倒闭的企业不但给股东造成损失，同时也给企业员工和整个社会带来伤害。用结果导向逻辑分析，凡是不成功的企业均是违背了企业应有的运行规律，市场也如此。中国股票市场目前现状可能没有人会认为它符合股票市场运行规律。世界股票市场已经有了 400 多年历史，中国股票市场只有短短 20 多年历程。如果以此作为中国股票市场运行不好的理由，似乎就如同今天我们可以不按照血型输血一样。可以认为，中国股票市场在一定程度上违背了股票市场应有的运行规律。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一、两种类型规律

1. 简单与复杂规律

任何事物的运行均遵循一定的规律，不妨将事物运行规律分为两种：简单规律和复杂规律。简单规律是指容易识别并且遵循的规律。以企业发展为例，简单规律包括，生产必须依靠人才和资金，不同的人才队伍和资金实力对应不同的产品。假如某位企业家不自量力，用低端人才和少量资金希望生产汽车甚至飞机这种高端产品，失败是无疑的。这种简单规律由于容易识别，相信绝大部分企业家不会犯这样的错误。有多大能力干多大事情，这是个常识。复杂规律就不同了，一般难以分辨。同样是开饭店，请的厨师和投入资金一样，甚至地段类似，有人兴旺发达有人破产倒闭，这种案例比比皆是。人们只能解释破产倒闭的饭店违背了饭店的运行规律，但是究竟违背了哪一条规律实际上 1000 个专家可能有 1000 种不同的解释，有人甚至找风水先生解释，这种现象称为复杂规律。复杂规律是不容易识别和遵循的规律，大部分企业破产倒闭违背的是复杂规律。凡是违背复杂规律的企业导致破产应该属于正常失败，犯了不可避免的高级错误。凡是违背简单规律破产的企业属于非正常失败，犯的是原本可以避免的低级错误。凡是企业管理理论，讲述的都是如何避免犯违背简单规律错误的道理。

2. 低级的违背

中国股票市场，既然是市场，那么就应该用市场的标准进行分析判断。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有点遗憾的是，传统经济学不研究市场而只用市场结果。也就是说，传统经济学是在假设市场均是符合市场运行规律的前提下研究通过市场进行资源配置。显然，如果市场给出的信号是错误的，经济学家是无法分辨的。市场是实现资源配置的机制，错误的市场信号必然会导致资源错配。所以，要让市场不产生错误信号，前提有两个，一是建立的是正确的市场，即符合市场运行规律的市场；二是允许市场竞争，优胜劣汰。实际上大部分市场是采用第二种方法建立起来的，优胜劣汰下，产生错误市场信号的市场往往就会被淘汰。这就是传统经济学可以不研究市场而只用市场结果的原因。

二十多年的中国股票市场显然不是用第二种方法建立起来的，因为不是自由竞争的结果。在这种情况下，要建设好中国股票市场，唯一的方法就是建设一个正确的股票市场，即建设一个符合股票市场规律的市场。由于市场和企业一样是一个复杂机制，一般没有人能够说一定能设立一个成功的企业，所以大部分成功的市场也都是竞争出来的。当然也不是没有按照规律而一举成功的企业或市场，例如美国纳斯达克市场就是一个典型的一举成功的市场。

只有时间能证明市场成功与否，时间证明了纳斯达克市场是符合市场运作规律的，而中国不符合市场运作规律的主要特征是在我国经济高速增长背景下，股票市场的走势有时与我国经济走势无关，并且导致不少普通股民亏损累累。我们希望探究的是中国股票市场究竟未能遵循简单规律还是未能遵循复杂规律。如果未能遵循复杂规律，那么失败是正常的，如果未能遵循简单规律那么失败就非常不正常，犯的是低级错误。事实上，也许我们难以判别出中国股票市场违背了哪些复杂规律，本章

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

分析中国股票市场违背了简单规律。违背了简单规律犯的就是低级错误，反过来说简单规律错误容易纠正。希望通过本书的分析能够让中国股票市场纠正简单规律错误。

区分起见，将简单规律错误分为两个类型：一是制度性错误（又称技术性错误）；二是功能性错误。制度性错误指我国股票市场违背了规范股票市场应该遵循的一些基本制度设计，而功能性错误指人为改变股票市场功能，包括增加和减少。不论是制度性错误还是功能性错误，最终都破坏了股票市场原有的运行轨迹，造成了不应有的损失。由于国外股票市场已经有几百年历史，并且获得了巨大的成功，所以我们分析中国股票市场就应该以国外股票市场为参照物。本章重点分析我国股票市场的制度性错误。

我国股票市场的制度性错误主要表现在违背了“银货对付”原则和采用了非规范会员制。

二、再谈商品交易

1. 现货交易与信用交易

表面上看，市场是人们设计的用于商品交换的场所，实际上市场是由一组规则组成，其中最重要的规则就是“一手交钱一手交货”。市场很多规则是可以改变的，例如，营业时间可以是上午十点到晚上十点，也可以是上午九点到晚上九点等等，甚至可以二十四个小时连续开业。但是“一手交钱一手交货”规则不能改变。任何商品交易均与人发生关系，而人是多变的，多变就会产生不按照合约交易情况，即交易有风险。所

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以我们经常将交易分为现货交易与信用交易。现货交易采用的是“一手交钱一手交货”规则，用这一规则遏制人性的变化，规避风险。信用交易能够实现的前提是假设交易一方是可靠的，可以不按照“一手交钱一手交货”规则。目前绝大多数交易均为现货交易，少数采用信用交易。凡是能用现货交易的人们往往采用现货交易，因为现货交易成本较低，没有办法情况下人们才采用信用交易。

市场交易活动存在各种风险，例如，假冒伪劣商品、违约行为、哄抬物价等。为了防止违约风险，人类几千年来几乎所有商品市场采用的均是“一手交钱一手交货”规则。除非很熟悉的人之间交易可以不遵守这个规则，民间称为赊账，又称打白条。现实生活中赊账这类情况也经常发生纠纷，所以人们均希望避免这种情况，“一手交钱一手交货”就成为了必然。然而互联网时代，电子商务的兴起，使得“一手交钱一手交货”规则受到了挑战。在互联网上购物，消费者与商家的物理距离可能达几千里，没有办法实现“一手交钱一手交货”。对应京东这种大商家来说，资金实力雄厚并且有自己的物流配送，可以做到货到付款。但是对广大的小商家就不行了。消费者与小商家的交易无法当面一手交钱一手交货，存在一个时间差。要么消费者先付款小商家再发货，要么小商家先发货消费者再付款，这两种方式都存在风险。不论谁先付款或发货，必须依靠对方的信用来维持交易，所以属于信用交易，是不可靠的交易。淘宝网之所以有今天的火爆，第三方支付的支付宝起到了关键的作用。由于小商家和消费者均属于信用等级较低者，因此需要一个信用等级较高的机构来保障这种信用交易。

阿里巴巴公司建立的支付宝系统，实际上就是充当了这种信用保证

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低,10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

机构。淘宝网的电子交易模式相当于当买卖双方达成交易意向后，签署了商品买卖合同，随后消费者先将货款打到第三方的支付宝账户上，由支付宝通知小商家发货。当消费者收到货物检查无误后，再通知支付宝向小商家支付货款。这种交易模式相当于支付宝是可信的中间人，买卖双方洽谈好商品交易条件后，同时将货款和货物交给支付宝。由支付宝实现"一手交钱一手交货"，用这种方式解决了网上交易存在的、不可规避的信用交易问题。这种交易可以存在的前提是支付宝是可靠的。如果有一天支付宝违约，那么就会引发社会动荡。

2. 没有选择的金融市场

金融市场或投资类交易，二次交易性质决定了其与信用交易密切相关。没有选择的原因是交易性质决定的，所以人们经常谈论控制金融风险。人们把钱存入银行，银行靠的是信用，否则钱存进去可能就取不出来了，金融风险就是这样产生的。人们很少强调控制普通商品市场交易风险，尽管也存在风险。普通商品市场的"一手交钱一手交货"规则本身就很好控制了风险，而金融市场大部分做不到。原因就是金融市场或投资类交易往往采用的是二次交易，而普通商品交易是一次交易。二次交易是一个过程而不是一个环节，而过程中情况会发生变化，所以要求信用可靠，否则就容易产生风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

三、无银货对付的中国股市

1. 控制风险的生命线

前面我们已经谈到，不论是国际规范的G30准则还是我国证券法，均要求股票交易须采用银货对付准则。尽管是与普通商品市场存在一定的差别，但是股票市场仍然属于商品市场。为了规避违约风险，股票市场实行的银货对付准则与我们常说的“一手交钱一手交货”规则是一致的，所以全世界的股票市场均遵循这一准则。我国《证券法》也规定证券交易以现货方式进行交易，由于股票市场参与人多，交易量大，所以对执行“银货对付”准则的要求就高。目前，我国股票市场上日交易量最高已经超过万亿元，股民人数也超过一亿人。只要有百分之一的违约概率，就可能产生百亿元百万人级的违约，风险极大。

所以说，遵循银货对付是控制股票市场风险的生命线。

2. 信用支撑的交易

现货交易与信用交易的区别在于是否采用银货对付，即是否是一手交钱一手交货，凡是先交货后付钱或者先交钱后给货的交易均属于信用交易。股票市场风险较大，必须严格遵守银货对付准则。遗憾的是，我国股票市场并没有采用银货对付准则。每天几千亿上万亿的股票交易，采用的是股票先行交割（T 日）而资金（T+1 日）结算规则。

由于我国证券市场采用独立结算模式，即股票交割和资金交收不是沪深交易所完成的，而是通过独立的结算机构——中国证券登记结算公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司完成（简称中国结算公司）。[①]

从中国结算公司网站上可以查到公司简介如下：

经中国证监会批准，2001 年 3 月 30 日，中国证券登记结算有限责任公司（以下简称中国结算）设立，公司是依据《中华人民共和国公司法》（以下简称《公司法》）和《中华人民共和国证券法》（以下简称《证券法》）设立的不以营利为目的的企业法人。

在中国结算公司的网站上，我们可以查到清算与交收的业务规则。以上海证券交易所为例，对应的是《中国结算上海分公司结算账户管理及资金结算业务指南》（简称结算指南）。注意到结算规则是以指南的形式出现的，因为我们没有查到其它的结算规则，所以只能认为这个结算指南就是结算规则。

打开结算指南，其中第二篇是资金结算。我们摘录第二节基本流程（P53）如下：

证券交易的资金结算可分为资金清算和资金交收两个过程。通过清算，确认交收日各交易参与方的债权、债务关系；通过交收，完成资金实际收付。

清算交收业务的基本流程如下：

（1）T 日交易结束后，中国结算上海分公司接收上海交易所的当日交易成交数据、各结算参与人通过 PROP 上传的非交易数据和中国结算上海分公司按业务规则产生的非交易数据，并以此作为清算的依据。

（2）对各结算参与人当日的证券交易进行资金和证券清算（包括计

① 中国证券登记结算公司网址 http://www.chinaclear.cn/。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收各项费用及证券结算风险基金）。

（3）在 T 日 24 时之前向各结算参与人发送清算数据文件。

（4）T+1 日 16 点，各结算参与人依据清算数据完成资金交收。

注意到第（4）条的规定："T+1 日 16 点，各结算参与人依据清算数据完成资金交收。"说明证券公司与中国结算公司的资金结算完成是 T+1 日的 16 点，而我们知道，我国的证券交割是即时完成的。凡是买过股票的股民都知道，每位股民买入的股票一旦成交即时到账。我们当即可在自己账户上看到已经到账的股票名称和数量。尽管这些已经到股民账户上的股票按照规则还不能卖出，必须第二天（T+1）才能卖出，但是我们知道，这种交易模式股票是不能退回的，因为股民是先付了钱才获得股票的。

综上所述，我国股票市场现行的结算规则是：股票 T 日（即时）交割，而资金却是 T+1 日下午四点清算，至少相差整整一天。简单地说，作为会员的券商买股票时是不用先付钱的，在没钱的情况下就可以买入股票，并且股票可以实时到账，一直到第二天才需要与中国结算公司进行资金结算。如果券商没有足额的资金结算，实际上股票已经可能再卖出了，尽管券商有一定数额的保证金。保证金数额有限一般是不起作用的，显然这属于信用交易而非现货交易。所以说，我国尚未实行银货对付制度。当年我在负责广发证券结算业务工作时，曾多次提出实行银货对付制度，但是并未奏效。那时证券市场规模较小，人们似乎感觉不到风险的存在；如今证券市场规模剧增，人们却已很难纠正这个问题。以下将通过一个典型的案例分析，看看违背银货对付原则给中国股票市场带来的影响。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

四、案例分析：光大证券乌龙指事件

2013 年 8 月 16 日，上海股票市场出现异常波动现象。上午 11:05 分，沪指突然间涨幅超过 5%，四大银行和中石油、中石化等权重股集体涨停。如果不是有巨量资金流入不可能产生如此情形，人们很快将目标锁定光大证券。光大证券下午开盘 13:00 发布临时停牌公告。14:25，光大证券发布提示性公告，声称是公司策略投资部门自营业务时使用独立的套利系统时出现问题。当时的外界传光大证券误下单 230 亿，成交 72 亿，涉及 150 多只股票。媒体报道光大证券申请交易无效已经被驳回。8 月 16 日收市后，上海证券交易所发布重要公告称：本所今日交易系统运行正常，已达成的交易将进入正常清算交收环节。说明光大证券交易事件已经既成事实，不妨将此次证券市场异动称为光大证券乌龙指事件。

2013 年 11 月 1 日，中国证监会公布了行政处罚决定书（光大证券股份有限公司、徐浩明、杨赤忠等 5 名责任人）（[2013] 59 号）[①] 处罚决定书的内容如下：

依据《中华人民共和国证券法》（以下简称《证券法》）和《期货交易管理条例》的有关规定，我会对光大证券内幕交易违法行为进行了立案调查、审理，并依法向光大证券、徐浩明、杨赤忠、沈诗光、杨剑波告知了作出行政处罚的事实、理由、依据及当事人依法享有的权利，当事人均提交了书面陈述、申辩材料，未要求听证。本案现已调查、审理

① http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/G00306212/201311/t20131115_238363.htm。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

终结。

经查明，2013 年 8 月 16 日 11 时 05 分，光大证券在进行交易型开放式指数基金（以下简称 ETF）申赎套利交易时，因程序错误，其所使用的策略交易系统以 234 亿元的巨量资金申购 180ETF 成份股，实际成交 72.7 亿元。经测算，180ETF 与沪深 300 指数在 2013 年 1 月 4 日至 8 月 21 日期间的相关系数达 99.82%，即巨量申购和成交 180ETF 成份股对沪深 300 指数，180ETF、50ETF 和股指期货合约价格均产生重大影响。同时，巨量申购和成交可能对投资者判断产生重大影响，从而对沪深 300 指数，180ETF、50ETF 和股指期货合约价格产生重大影响。根据《证券法》第七十五条第二款第（八）项和《期货交易管理条例》第八十二条第（十一）项的规定，“光大证券在进行 ETF 套利交易时，因程序错误，其所使用的策略交易系统以 234 亿元的巨量资金申购 180ETF 成份股，实际成交 72.7 亿元”为内幕信息。光大证券是《证券法》第二百零二条和《期货交易管理条例》第七十条所规定的内幕信息知情人。

上述内幕信息自 2013 年 8 月 16 日 11 时 05 分交易时产生，至当日 14 时 22 分光大证券发布公告时公开。

同日不晚于 11 时 40 分，徐浩明召集杨赤忠、沈诗光和杨剑波开会，达成通过做空股指期货、卖出 ETF 对冲风险的意见，并让杨剑波负责实施。因此，光大证券知悉内幕信息的时间不晚于 2013 年 8 月 16 日 11 时 40 分。

一、光大证券 2013 年 8 月 16 日下午将所持股票转换为 180ETF 和 50ETF 并卖出的行为和 2013 年 8 月 16 日下午卖出股指期货空头合约 IF1309、IF1312 共计 6,240 张的行为构成内幕交易。

2013 年 8 月 16 日 13 时，光大证券称因重大事项停牌。当日 14 时 22 分，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

光大证券发布公告，称“公司策略投资部自营业务在使用其独立套利系统时出现问题。”但在当日13时开市后，光大证券即通过卖空股指期货、卖出ETF对冲风险，至14时22分，卖出股指期货空头合约IF1309、IF1312共计6,240张，合约价值43.8亿元，获利74,143,471.45元；卖出180ETF共计2.63亿份，价值1.35亿元，卖出50ETF共计6.89亿份，价值12.8亿元，合计规避损失13,070,806.63元。

光大证券在内幕信息公开前将所持股票转换为ETF卖出和卖出股指期货空头合约的交易，构成《证券法》第二百零二条和《期货交易管理条例》第七十条所述内幕交易行为。徐浩明为直接负责的主管人员，杨赤忠、沈诗光、杨剑波为其他直接责任人员。

以上事实，有相关说明、询问笔录、公告、会议纪要、相关鉴定以及上海证券交易所、中国金融期货交易所计算的相关数据等证据证明，足以认定。

二、当事人提出的陈述申辩意见

光大证券在陈述申辩中提出：

其一，2013年8月16日全天所做对冲交易，是按照光大证券《策略投资部业务管理制度》的规定和策略投资的原理，按照既定计划进行的必然性和常识性操作，具有合规性和正当性，符合业内操作惯例。

其二，本案系我国资本市场上首次发生的新型案件，事件发生时，作为一个正常理性的市场交易主体，无法判断错单信息属于内幕信息，更无从判断下午的行为可能构成内幕交易行为。证监会认定相关交易构成内幕交易法律依据不足。

其三，证监会对于违法所得的认定没有法律依据，而且存在计算错误。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其四，即使证监会认定其构成内幕交易，也应该从轻减轻处罚，不应处以5倍罚款。

除上述申辩理由外，徐浩明、杨赤忠、沈诗光、杨剑波还提出，没有内幕交易的主观故意，杨赤忠、沈诗光、杨剑波还分别提出了各自的申辩意见。杨赤忠提出，2013年8月16日中午的会议，只是一个碰头会，不是班子成员会，也不是投资决策委员会正式决策会议，对于对冲方案，其本人不是提出者、决策者和实施者。沈诗光提出，作为办公室主任，只是向总裁徐浩明汇报情况，没有参与讨论相关问题，没有参与决策，只是根据指示做好资金调拨及拆借，其不是光大证券高级管理人员，不应被列为其他直接负责的主管人员。杨剑波提出，其并非高级管理人员，没有参与会议决策，不应对其处以重罚。

针对上述申辩意见，我会经复核认为：

本案是我国资本市场上首次发生的新型案件，虽然《证券法》和《期货交易管理条例》列举的内幕信息主要是与发行人自身相关的信息或与政策相关的信息，但同时规定证监会有权就具体信息是否属于内幕信息进行认定。内幕信息有两个基本特征，包括信息重大和未公开性。本案中，光大证券因程序错误以234亿元的巨量资金申购180ETF成份股，实际成交72.7亿元，可能影响投资者判断，对沪深300指数，180ETF、50ETF和股指期货合约价格均可能产生重大影响，同时这一信息在一段时间内处于未公布状态，符合内幕信息特征。我会据此依法认定其为内幕信息。光大证券自身就是信息产生的主体，对内幕信息知情。

按照光大证券《策略投资部业务管理制度》的规定和策略投资的原理，光大证券可以进行正常的对冲交易，但是光大证券决策层了解相关

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

事件的重大性之后，在没有向社会公开之前进行的交易，并非针对可能遇到的风险进行一般对冲交易的既定安排，而是利用内幕信息进行的交易。此时公司具有进行内幕交易的主观故意，符合《证券法》中“利用”要件，应当认定为内幕交易。光大证券内幕交易行为性质恶劣，影响重大，对市场造成了严重影响，应当依法予以处罚。

本案的违法所得认定综合考虑了交易金额，税费，内幕信息的影响时间等因素，具有合理性。

本案 4 名责任人员召开公司层面的决策会议决定先交易后披露，理应承担相应的责任。

根据《证券法》第二百零二条和《期货交易管理条例》第七十条的规定，我会决定：

一、没收光大证券 ETF 内幕交易违法所得 13,070,806.63 元，并处以违法所得 5 倍的罚款；没收光大证券股指期货内幕交易违法所得 74,143,471.45 元，并处以违法所得 5 倍的罚款。上述两项罚没款共计 523,285,668.48 元。

二、对光大证券 ETF 内幕交易直接负责的主管人员徐浩明给予警告，并处以 30 万元罚款；对光大证券股指期货内幕交易直接负责的主管人员徐浩明给予警告，并处以 30 万元罚款。上述两项罚款合计 60 万元。

三、对光大证券 ETF 内幕交易的其他直接责任人员杨赤忠给予警告，并处以 30 万元罚款；对光大证券股指期货内幕交易的其他直接责任人员杨赤忠给予警告，并处以 30 万元罚款。上述两项罚款合计 60 万元。

四、对光大证券 ETF 内幕交易的其他直接责任人员沈诗光给予警告，并处以 30 万元罚款；对光大证券股指期货内幕交易的其他直接责任人员

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

沈诗光给予警告，并处以 30 万元罚款。上述两项罚款合计 60 万元。

五、对光大证券 ETF 内幕交易的其他直接责任人员杨剑波给予警告，并处以 30 万元罚款；对光大证券股指期货内幕交易的其他直接责任人员杨剑波给予警告，并处以 30 万元罚款。上述两项罚款合计 60 万元。

上述当事人应自收到本处罚决定书之日起 15 日内，将罚没款汇交中国证券监督管理委员会（开户银行：中信银行总行营业部，账号：7111010189800000162，由该行直接上缴国库），并将注有当事人名称的付款凭证复印件送中国证券监督管理委员会稽查局备案。当事人如果对本处罚决定不服，可在收到本处罚决定书之日起 60 日内向中国证券监督管理委员会申请行政复议，也可在收到本处罚决定书之日起 3 个月内直接向有管辖权的人民法院提起行政诉讼。复议和诉讼期间，上述决定不停止执行。

中国证监会

2013 年 11 月 1 日

对事件的反思

光大证券乌龙指事件导致了当天上海股票市场指数激烈波动，造成市场恐慌。反思光大证券乌龙指事件的目的是为了避免类似事件的发生。简单起见，可以将光大证券乌龙指整个事件分为两个部分，一个是导致光大证券乌龙指事件的起因，称为事件引发；另外一个是光大证券乌龙指事件引发后对事件的处理，称为事件处置。显然，事件引发是整个光大证券乌龙指事件的主要部分和我们重点应该关注的部分。人们要弄清楚事件为什么会引发，从而避免下次再出现类似事件。而事件处置是整

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个事件的次要部分。事件处置得当或失误，需要我们很好总结和反思。但是，设法避免事件的发生才是重中之重。如同空难，我们最主要的任务是找出空难发生的原因，而不是空难的处置。从光大证券乌龙指事件最终的处罚决定不难看出，全部处罚都集中在事件处置上而忽略了事件引发。说明我们忽略了产生问题的最重要部分，而这个部分不解决，就还存在再次发生事件的潜在风险。

光大证券乌龙指事件的事件引发源自两个方面，一是光大证券公司的误报盘；二是上海股票市场的交易系统错误。首先我们看来自光大证券公司的错误。在没有足够资金情况下，光大证券公司报出了234亿元的买单。从事后处理结果看，光大证券公司采用的是计算机自动报盘，之所以报出234亿元的巨额买单是计算机故障，排除了人为故意破坏的原因。据称后来有关部门限制了计算机自动报盘，这是后话。在相关政策没有明文规定不能采用计算机自动报盘情况下而出现计算机报盘故障，应该属于不可抗拒故障。光大证券公司应该承担管理不当责任。事实上，中国整个证券市场都是在计算机、互联网基础上运行，技术故障难以完全避免，重要的是如何做好防范和一旦出错如何做出有效的纠错。再看上海股票市场的交易系统问题。为什么光大证券公司高达234亿元的误报单可以长驱直入交易系统呢？唯一的解释是上海证券市场的交易系统不事先检查和控制证券公司的资金情况。证券公司可以在没有资金的情况下报入买单和成交，可以在没有足够资金的情况下买入巨额股票。这是上海证券市场交易系统的偶然错误还是正常交易规则呢？显然，光大证券公司的错误和上海证券市场交易系统的偶然错误的叠加概率十分低，是不可能的。说明证券公司买入证券时上海证券市场的交易系统不检查

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资金是交易规则。如此看来，光大乌龙指事件的事件引发由两个错误产生，一是光大证券公司的计算机偶然错误，二是上海证券市场交易系统的必然错误。

光大证券乌龙指事件的后果是严重的。幸运的是涨停板只成交了72亿元。如果误报入的234亿元全部成交，或者光大证券公司那天误报入的是2340亿元并且成交，而光大证券公司又无力偿付，后果将不堪设想。不论是国家宣布交易无效还是采用其它补救措施，无疑都给金融敲了一次警钟。光大证券乌龙指事件是我国股票市场没有遵循“银货对付”的典型风险案例之一。并且这个风险依然存在。

五、股票市场的会员制

1. 什么是会员制

前面我们谈到，市场是一组规则，是人为设计的规则。在这组规则中，有些可变有些不能变。会员制或非会员制就是一种市场规则，任何一个商品市场均可以设计成会员制或非会员制。会员制的含义是必须申请成为会员才能进入这个市场交易，即会员才是市场的法定交易主体。会员制是一个法律概念，通过会员制确定法定交易主体。[1] 一般情况下，俱乐部往往会采用会员制，但是商品市场很少采用。原因是任何一个商品市场自然希望客户越多越好，从而不会设置会员门槛限制客户。但是少数较为高端的商品市场例外，如德国超市麦德龙采用的就是会员制，进入

---

① 组织结构上存在两种会员制。一种是非公司制的会员制，另外一种是交易所已经是公司制，但是市场仍然采用会员制。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

麦德龙超市需要以会员的身份进入。

2. 股市应该采用会员制

全世界的股票市场基本都采用会员制。如果说一个普通商品市场可以采用或不采用会员制，但是股票市场必须采用会员制，否则这个股票市场就存在较大问题，也就是说一个股票市场是否采用会员制对股票市场影响很大。

股票市场必须采用会员制是由于股票市场的交易特点决定的。

这些特点包括：

(1) 参与人数多；

(2) 交易量大；

(3) 交易频繁；

(4) 虚拟交易风险大；

所以，全世界股票交易所无一例外采用会员制。早期股票交易所的会员制如同俱乐部会员制一样，指股票交易所的组织架构如同俱乐部也是会员制。进入本世纪开始，股票交易所的组织架构慢慢过渡为股份制公司，如今世界各国的股票交易所大部分还都是上市公司。组织架构的变革并不改变交易结构的会员制，即公司制下的股票交易所仍然采用交易结算会员制。会员制是一个法律概念，其基本含义是采用会员制的股票市场上，会员才是交易主体。所有交易规则仅对会员有效，而对非会员无效。也就是说，股票市场的买卖双方都是由会员组成的，不是会员不能在股票市场上直接交易，只能通过委托交易。

股票市场采用会员制的主要原因是为了控制风险和降低交易成本。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

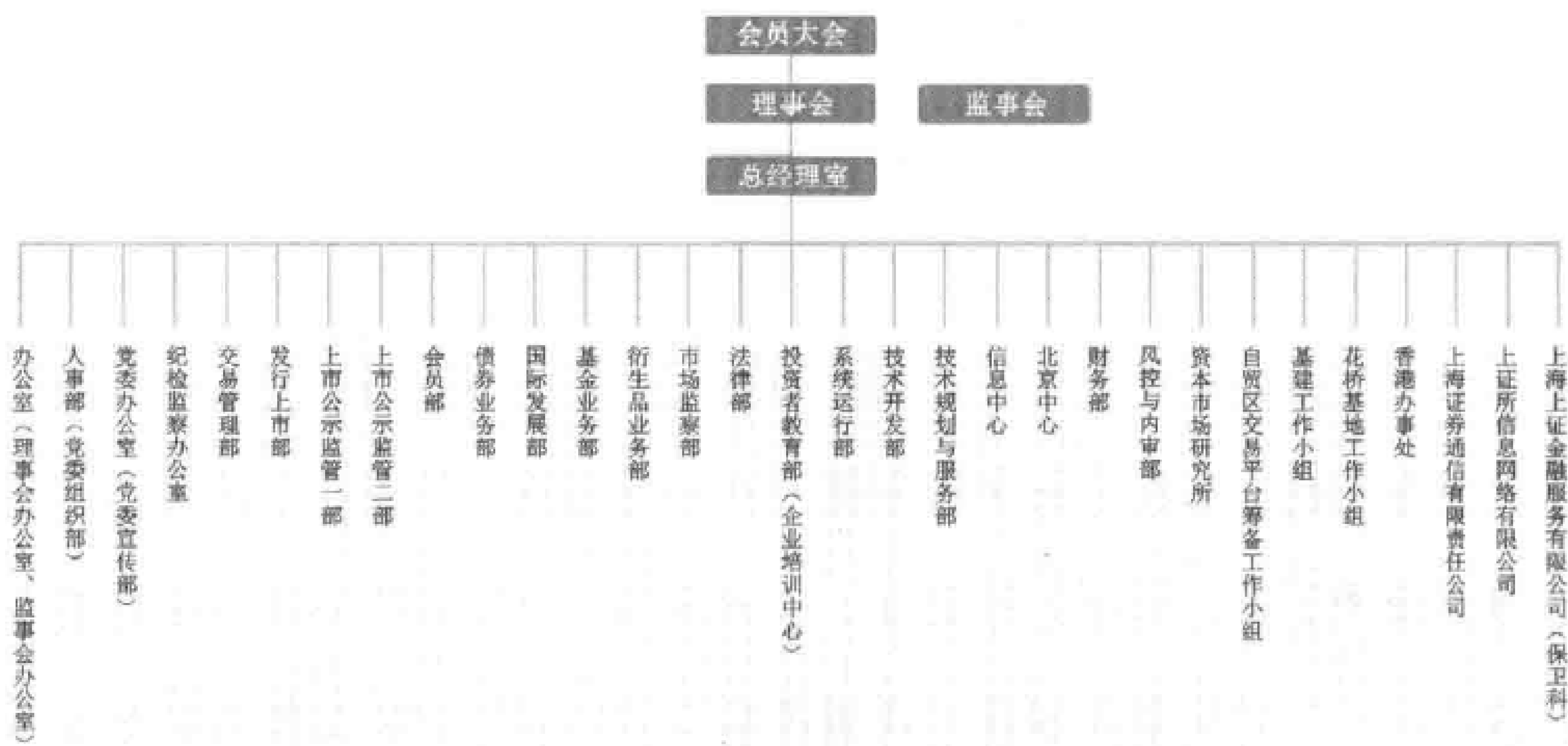
我国股票市场有上亿股民，如果所有股民都同时涌到一个市场上去买卖股票那是一件很恐怖的事情。如同一个超市同时有上亿人进入购物，当然现实生活中没有这样的超市。当股票市场采用会员制后，制度设计就限制了大多数人直接进入股票市场买卖股票，只有会员资格的机构才能直接在股票市场上买卖股票，非会员的机构包括一般股民都只能委托会员券商进行股票买卖。会员制有效地将交易所与广大股民的联系分割开来，极大降低了风险和交易成本。会员制下，交易所看到的交易群体应该只是几十个、几百个会员，而看不到成千上万的普通股民。成千上万个股民又被分散到会员券商中去。形成了一个二级层次，交易所只看到会员券商看不到股民，券商代理股民在股票市场上交易。不论出现什么问题，交易所都不需要面对股民而只需面对券商，再由券商去协调股民问题。

3. 非规范的会员制

什么是非规范的会员制？意思是说表面上采用会员制而实际上不采用会员制。

我国股票市场的设计是采用会员制，从上海证券交易所网站可以查到上海证券交易所的组织架构图。如图 3.1 所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



（图 3.1　上海证券交易所组织架构图）

从组织架构图看出，会员大会置于最上端。同样，我们可以查到上海证券交易所的会员制介绍如下：

上海证券交易所会员制介绍：

一、会员的权利和义务

根据本所章程规定，本所会员是指经中国证监会依法批准设立、具有法人地位，并取得本所会员资格的证券公司。

会员享有下列权利：1. 参加会员大会；2. 选举权和被选举权；3. 对本所事务的建议权和表决权；4. 进入本所市场从事证券交易及享受本所提供的服务；5. 对本所事务和其他会员的活动进行监督；6. 在保留至少一个交易席位的情况下，可转让交易席位；7. 其它相应的权利。

会员承担下列义务：1. 遵守法律、法规、规章和政策，依法开展证券经营活动；2. 遵守本所章程、业务规则及其它相关规章制度，执行本所决议；3. 派遣合格代表入场从事证券交易活动；4. 履行对本所的交

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

易与交收义务；5. 保证投资者的合法权益；6. 维护交易市场的稳定发展；7. 按规定交纳各项经费和提供有关信息资料；8. 接受本所的监管；9. 其它相关的义务。

二、会员应具备的条件

1. 经中国证监会依法批准设立，具有法人地位的证券公司；

2. 具有良好信誉和经营业绩；

3. 组织机构和业务人员符合中国证监会和本所规定的条件，符合本所对技术风险防范提出的各项要求；

4. 承认本所章程和业务规则，按规定交纳会员费、席位费及其它费用。证券公司向本所提出申请，经本所理事会批准后，方可成为会员。

三、会员因下列事由之一，其会员资格将被终止

1. 由会员向本所提出终止会员资格的申请，并经本所理事会批准；

2. 证券公司取得会员资格后三个月内未办妥入市手续或未开设本所业务；

3. 会员法人实体解散、被撤销或依法宣告破产；

4. 不再符合本所章程规定的会员条件；

5. 不能继续履行正常的交易及交收义务；6. 其它违反国家法律、法规的行为。

从简介上看出，我国只有符合条件的证券公司才能成为交易所会员，包括基金公司、银行、保险等金融机构均不能成为会员。会员制是一个法律概念，如果股票市场实行会员制，意味着法律上只有会员才能成为股票市场的交易主体。凡是不是会员的机构或个人均不可能是交易主体，即不能进入股票市场交易。我国上亿股民均不是交易所会员，所以不能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

直接进入股票市场交易，只能委托交易。如同你不是麦德龙的会员又想到麦德龙购物，那么只能委托某位麦德龙会员帮你代购；如同你没有在工商银行开户又想把钱存入工商银行，那么只有委托一位有工商银行账户的朋友帮你存钱。所以会员制下，我国普通股民都必须委托一家是会员的证券公司代理股票买卖和结算。

然而在中国股票市场上，会员制这种严谨的法律关系被扭曲了，形成了一道奇特的风景，任何一位股民的股票账户，实际上是中国登记结算公司直接管理的。从股民的登记到股票账户内股票的变动，都是中国登记结算公司负责。同样，在每天的沪深股票市场上交易的买单或者卖单，都是股民的买单或者卖单。说明我国股票市场的实际交易主体是股民。一方面声称会员制，另外一方面又不按照会员制实行，从而形成了中国股票市场表面上实行的是会员制，而实际执行的是非会员制，相当于是一种扭曲了的会员制。

制度性缺陷是一种低级的市场设计缺陷，原本不应该发生。我国早期设计交易系统时对这类风险认识不足，导致如今整个市场体系结构都无法支撑银货对付和实行真正的会员制，所以时常会有风险出现。如果这个问题不解决，风险隐患一直会存在。

本章小结：

＊ 本书从两个角度讲述我国股票市场。一个是从制度设计角度，又称技术性角度；另外一个从功能性角度。前者称为制度性扭曲或技术性扭曲，后者称为功能性扭曲。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

＊ 本章重点讲述制度性扭曲问题，主要分析了中国股票市场违背了国际规范的股票市场两个重要制度：银货对付和会员制。

＊ 相比较银货对付和会员制，其它制度的改变也是有问题的，但是不重要。例如，不该有的涨跌停板、独立结算；该有的卖出买入、分红等。重要的我们称之为扭曲，次要的本书仅仅提出而已。

＊ 制度性扭曲带来的后果主要是交易成本高、风险大。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第四章

功能错位

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四章 功能错位

中国股票市场没有按照国际规范的“银货对付”和“会员制”实现制度设计，这种制度性扭曲的市场带来的后患是风险极高。有人可能会质疑说，中国股票市场产生的风险似乎也不多啊。事实上，327 国债事件、光大证券乌龙指事件，都是我国股票市场暴露的较大风险。而大部分小风险由于没有披露，所以人们不知道而已。其次，为了维持一个扭曲的市场运行，我国股票市场投入的维持运行费用极高，可能是国外股票市场的几倍几十倍。由于我国证券交易所不是上市公司，所以我们无法知道其运行成本。直观分析，国外股票市场管理者，每天管理的是百人左右在交易的市场，而我国股票市场管理者，每天管理的是几千万人同时在交易的市场。压力和成本不言而喻。

本章将进一步分析中国股票市场，是一个功能性扭曲的市场。吴敬琏教授定义中国股票市场是赌场。如果赌场结论成立，那么中国股票市场就是功能性扭曲的市场，只不过扭曲的方向是赌场。本章将分析中国

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票市场到底呈现出什么样的功能性扭曲。最终获得的结论是：中国股票市场一直在试图朝着直接融资市场方向扭曲，最终却导致中国既无直接融资市场也无股票市场。该结论是否正确，有待专家学者和广大读者自己评判。至少，本书下的这个结论与当今中国直接融资市场和股票市场现状是吻合的，当然读者也可以自己去分析中国股票市场的功能性扭曲到底是朝什么方向。

一、什么是融资

1. 融资概述

人们将资金比喻为企业的血液，很多企业倒闭就是由于资金链断裂，没有了血液，说明资金对企业的重要性。解决好企业融资对一个国家的经济发展来说至关重要。资金是各种实物资产的代表和抽象，资金资源可以认为是一个国家最重要的资源。经济学研究资源优化配置，那么对资金资源的配置就显得尤为重要。融资是资金融通的简称，讲的就是资金资源的流通。一般是指资金资源从盈余部门向匮乏部门流动，更重要的是将资金资源从效率低处配置到效率高处。所以，融资实际上是指对资金资源的有效配置。市场经济下必须采用市场方式实现融资。一般来说，资金配置到企业才能发挥其最大作用，所以融资是指企业融资。可以认为，人类迄今为止只发明了两种融资方式，或称企业融资两条渠道，有时又称企业的两条融资血脉。我们将这两种融资方式称为间接融资方式与直接融资方式。站在另外一个角度理解，所有的企业融资方式均可归类为这两种融资方式。间接融资方式比较简单，指通过银行实现的企业融资。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

然而什么是直接融资在我国却是一个复杂的问题，至今为止人们对直接融资方式有不同的理解。

2. 企业融资特点

任何国家企业都是创造财富的主体。资金是企业的血液，是企业发展必不可少的要素。所以企业都是资金的需求方和匮乏方，相对来说，个体（个人与家庭）就是资金的富裕方和提供方。金融的作用是实现资金资源的有效配置，融资就是将个体资金资源融通到企业中去，站在企业角度就是企业融资，站在个体的角度是投资。

融资具有如下特点：

（1）流向单一

与其它资源配置方式不同，企业融资的特点之一是单向流动，从一个方向流向另外一个方向，即从个体流向企业，一般不存在反向流动问题。

（2）大规模融资

企业融资有大规模融资也有小规模融资，实际上几个人创建一个企业就是第一次小范围、小规模的融资。一般情况下，人们在研究企业融资时，往往不去考虑小规模、小范围的融资，因为小规模的融资难度较小额度也不大，不是我们研究的重点。当一个企业要进行大规模融资时，意味着大范围和大规模，要向成千上万个互不相识的个体募集资金，募集的资金额度也较大。显然，企业大规模融资难度很大，堪比登天，用交易费用理论解释就是融资成本（交易成本）极高。当融资成本高到一定程度时，融资已经失去了其存在的意义。所以人们谈论企业融资时，本质上是建立一种交易机制，尽可能降低交易成本。融资成本决定了融

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资方式是否应该存在。

(3) 融资是一个过程

企业融资是一种交换，资金资源与股权或债权的交易。普通商品交易，价值交换是一次性完成的，而资金资源的交易不是一次交易完成，而是至少两次交易完成。例如，当一个股民投资公司股权后，完成的是第一次的资金与股权的交易，然而价值交换并没有完成。一直要等到该股民将第一次投资的股权再次交易转让出去后，整个交易才算完成。中间可能还有分红配股等交易，如果不计算这些中间交易，至少要两次交易才算整个交换完成。站在企业的角度也是如此。例如企业通过借贷或发行债券实现融资，这仅仅是第一次交易，必须还本付息后，至少两次交易，整个融资过程才算结束。一旦企业无法实现还本付息，融资交易还不算完成，需要通过诉讼等法律程序，直至企业可能破产。这些都是融资交易不可分割的部分，企业通过 IPO 股权融资也是如此。所以说，企业融资是一个过程，而不是简单的一个或两个环节。有人将公司发行股票这一单个环节视为直接融资实际上是片面的。如果可以将公司发行股票视为直接融资，那么同理可以将银行发放贷款凭证视为间接融资，显然是荒唐的。

需要进一步说明的是，设立企业是第一次融资。融资可以公开或者非公开进行，又称为公募或者私募。大规模融资往往是公募，涉及人数众多，往往更引起社会关注。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

二、直接融资与间接融资

企业融资是一种交易，必须考虑包括金融风险在内的交易成本。可行的融资方式是指在可接受交易成本范围内的融资。显然，企业直接向成千上万互不相识的个体融资是不可行的，即交易成本极高，而通行的间接融资与直接融资方式是指交易成本可控的两种企业融资方式。

1. 间接融资

既然企业直接面对成千上万个体进行融资不可行，交易成本很高，所以人们创造了间接融资方式。间接融资方式是指企业不直接面对融资对象，而是通过一个中介机构实现融资的一种融资方式。现代社会的这个中介机构就是银行，我国明朝称为钱庄，清朝称为票号。间接融资是以银行为核心的一种融资方式。需要融资的企业难以面对成千上万个普通个体，这些个体不相信企业，但是个体又有企业需要的资金资源。作为中介机构的银行则以其资金、信用、专业等实力获得广大个体的信赖，从而使人们愿意把钱存入银行，然后通过银行转而实现向企业放贷。当企业需要融资时，由面向成千上万个体转而面向单一银行。对企业来说，交易成本也大为降低。银行作为第三方，个体的资金是通过银行间接投向企业的，所以称为间接融资。银行在个体与企业之间搭建了一座桥梁，使得资金容易流通；银行在个体与企业之间又建立一道风险控制墙，让广大个体规避了风险。

银行间接融资无疑是一种有效的资金融通方式，但是间接融资方式

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

存在如下两大问题：①风险集中。银行吸储大量个体资金放贷给企业，银行同样承担较大风险。作为企业的银行一旦经营不善而倒闭，势必给社会带来较大冲击，这就是我们经常说的金融风险或金融危机。②成本较高。银行本身是企业，经营需要成本。特别是当银行的成本控制不好、费用过高时，这些成本实际上都是由企业和个体承担的。据证券时报2015年5月6日报道，2014年我国2713家上市公司合计实现净利润2.44万亿元，而16家上市银行合计实现净利润1.25万亿元，银行占全部上市公司利润的比例超过一半。再加上银行本身的运作成本，说明我国企业和个体在资金资源配置过程中付出了很高的成本。

间接融资的缺陷使得人们需要寻求新的融资方式。

2. 简述直接融资

本章讲述的内容大部分与直接融资相关，又称直接融资市场。本小节只是作为直接融资的引子。相对于间接融资产生了直接融资，直接融资并非是企业直接向个体融资，这种方法我们已经论述过行不通。然而，究竟什么是直接融资，这个问题看来不是那么简单，至少在我国有不同的理解。不论人们怎么定义直接融资，将直接融资定义为不依赖于银行的实现企业融资的方法一定是无误的。排除掉不依赖银行，同时也排除掉企业自己实现直接融资。显然直接融资一定是这样一种融资方式，或称融资机制：借助于非银行第三方机构（机制）实现的一种融资方法。后面我们会详细论述直接融资方法。[1]

人们比较容易理解以银行为特征的间接融资。一方面银行本身是第

① 对直接融资，人们可能有不同的理解，本书以最常用、规模最大的融资作为代表。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

三方机构，从而形成间接的概念；另外一方面，作为第三方机构的银行几乎起到了融资的关键和全部作用。而直接融资就没那么幸运了，一方面直接融资并非是字面含义企业直接向广大个体融资，而是仍然需要某种第三方机制；另外一方面对第三方机制的不同理解引发了我国目前对直接融资的片面认识，产生了一些错误观点，正是这些错误观点导致我国直接融资市场和股票市场的混乱。

3. 二次交易的融资

前面我们已经谈到企业融资是至少包括两次交易的一个过程，一个非常复杂的过程。实现交易即实现融资只是一个结果，实现融资之前和实现融资之后实际上还包括很多环节。以间接融资为例，企业获得贷款之前至少包括申请、银行调查、企业提供抵押担保、银行层层审批、签订贷款协议等。贷款完成后还得有实现还款的各个环节。（1）申请。企业在向银行申请贷款时，必须按照银行要求填写很多材料。（2）审核。当银行初审通过后，银行会派人到企业了解情况，尽职调查。（3）抵押物。原本融资是一种信用行为，然而在企业信用度不够情况下，银行要求企业必须提供各种抵押物。很多中小企业没有抵押物，从而无法实现融资，即便那些有抵押物的企业在层层审批下也是困难重重。我国目前情况下，大多数民营中小企业是融不到资的。（4）还款。间接融资属于债务性融资，资金到期必须还本付息。如果企业由于各种原因不能还款，那么银行就必须进行追讨，直至诉讼法律，一旦企业破产就会造成银行的损失。当银行放贷很多企业都无法还款时，银行自己都存在倒闭的危险。我们想说明的是融资是一个复杂的多环节过程，包括银行倒闭处置程序可能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

都包括在间接融资过程中。

相信直接融资也是一个复杂的过程。[1] 当企业完成直接融资后，新增资金可以形成股权或债务，前者称为权益性融资，因为新增资金转为了股权，后者称为债务性融资，新增资金是企业的债务。权益性融资没有退股问题，而债务性融资需要还本付息。我们只重点讨论权益性融资。由于各国法律都规定股东不能退股，所以权益性融资基本就是一个企业的生命期。除非企业主动清盘或者被动破产，否则所有直接融资所融入的资金都无法退出。所以说，直接融资的整个过程是企业的生命期。如果一个百年企业，直接融资过程是一个百年过程。创建企业就是一种直接融资，我们研究直接融资主要研究大范围的直接融资。直接融资的成功标志是公司股票发行成功，新增资金转化成为公司股权即股票。但是如何能成功发行出股票，即成功实现直接融资，却是我们必须要解决的问题。

总之，不论是间接融资还是直接融资，融资都是一项十分复杂的工作。相对来说，间接融资要简单些。间接融资下，银行以其资金实力和信誉吸引广大储户将资金存入银行。只要国家政策支持，银行有足够的资金和信誉，这项工作并不难完成，而银行和需要资金的企业的关系相对也比较简单。对企业来说，它只需要面对一家银行，对银行来说，面对的企业数量也有限。按照交易成本来解释，交易成本并不是很高。反之，直接融资就复杂得多了。当公开募集资金进行直接融资时，是企业直接面向成千上万个互不相识的个体的募集资金行为。如果不采用必要的辅助措施，显然这种交易成本远比间接融资高。后面我们会研究整个直接

① 两次以上交易视为一个过程。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

融资机制。

三、现行直接融资方式

直接融资方式是指不通过银行实现的企业融资。直接融资方式可以分为债权融资和股权融资，前者指企业以债务的形式实现的融资，后者指企业以交换股权形式实现的融资。我们重点讨论的是股权融资，主要就是要解决企业以什么方式可以实现发行股票获得所需要的资金。

1. 计划式直接融资

我们知道，一个企业要想向成千上万个互不相识的个体募集资金是很难的。原因很简单，企业的资信不够，投资者不敢相信。间接融资下，商业银行的资信就远比一般企业高，从而实现了募集资金然后投向企业。按照这个思路我们来考虑直接融资方式，显然需要借助一个资信较高的机构或机制来完成直接融资。目前我国环境下，什么机制实现了直接融资呢？大家都知道叫“上市融资”，上市就是上股票市场。企业只要能上市就能实现发行股票融资，看来上市即登陆股票市场就能实现融资。按照这一逻辑，目前我国企业融资难，那我们多开几家股票市场，多让一些企业上市，不就解决了困扰我国经济发展的企业融资难和危及我国金融安全的间接与直接融资比例倒挂了吗？显然是不可能的。

我国目前主要有两家股票市场，即沪深证券交易所，都由中央政府管理。说明了如下两点：第一，我国股票市场具有中央政府信用。中央政府信用高于地方政府，更高于一般的企业。假设我们让一家民营企业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

创建一个股票市场，上市融资似乎就不那么容易了。第二，我国股票市场创建二十多年来，至今为止也只有二千多家上市公司，也就是说我们是严格控制上市公司数量而实现的上市融资。如果政府创建几十个股票市场，允许几万、几十万家股份制公司上市，相信上市就能融资是不可能的。

通过上述分析我们知道，我国目前的直接融资机制或称直接融资市场是靠两个条件支撑的：政府信用和限制数量。也就是说，我国直接融资市场并非是市场经济意义上的市场，而是政府控制下的市场，如同计划经济时期的市场。

股票市场原本是交易市场，与直接融资机制（过程）没有直接关系，人们硬要给它增加融资功能时并非不可行。这种可行是有条件的，即强大的政府信用和行政力量支撑，这就是我国目前直接融资现状。上市融资这个概念源于早期为了解决国有企业的脱贫解困，当年大批国有企业利用上市获得脱贫解困资金从而渡过了难关。这在特定的环境背景下是可以临时利用的，广大的普通股民为此作出了贡献。然而在市场经济不断深化的今天，国有企业早已实现了脱贫解困，需要实现直接融资的各类企业也越来越多，政府不应该仍然为企业直接融资背负责任。在这个前提下，上市融资这个逻辑就不应该成立。

2. 计划式的危害

计划式直接融资方式带来了如下危害：

（1）职能部门替代市场融资

我国目前直接融资市场就是股票市场，而股票市场是政府主导控制

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

下的市场。市场经济下的市场有个基本特征，就是优胜劣汰。市场也是企业，只有通过市场的竞争，保留下来的市场才是真正能实现资源有效配置的机制。少数情况下可以直接创建有效市场，然而在我国目前情况下，政府信用被这种机制干预了。一方面导致直接融资市场无效，另外一方面也导致政府被所谓的直接融资市场（即股票市场）拖累。职能部门背负了不该背负的责任，目前推行的注册制改革目的就是要解决这一问题，关于注册制后面我们还有详细描述。

（2）融资难与投资难并存

任何一个国家，间接融资市场与直接融资市场相当于推动经济前行的两条腿。我国缺失了直接融资市场相当于单腿前行，从而造成了广大企业特别是中小企业融资难，同时广大百姓没有好的投资渠道，乱投资又带来很多社会问题。我们经常听到看到的社会集资乱象，是规范投资渠道缺失导致的结果之一。

（3）另类股票市场和直接融资市场

中国没有国际规范的直接融资市场，但却形成了一个另类的直接融资市场——股票市场。规范的股票市场并不包括融资功能，股票市场是协助完成直接融资的一个机制。而在我国，人们误将股票市场与直接融资市场混为一谈。这种误解既破坏了直接融资市场、投资银行，同时也摧毁了中国股票市场。

（4）危及国家金融安全

由于没有直接融资市场，我国企业融资主要依靠银行间接融资市场，所以我国间接融资比例高达80%以上，而美国等国家间接融资比例只有20%，大部分依靠直接融资方式，说明我国直接融资与间接融资比例倒挂。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

周小川行长等金融专家，曾多次发文指出我国间接融资比例过高危及国家金融安全，但时至今日并没有得到改善。

四、直接融资市场

1．主流直接融资

间接融资市场是指以商业银行为核心的市场机制。商业银行的名称可以改变，但是商业银行这个组织机构基本是不能变的，这是实现间接融资的关键。理论上，人们可以设计出新的间接融资机制，但是间接融资确定了类似商业银行这种第三方机构的唯一性，可以改变只是这个机构的内部运作流程等。同样道理，直接融资机制也可以不唯一，特别是直接融资决定了不必像间接融资那样完全依靠一个机构即商业银行。

融资的含义是企业只要能获得社会资金即可，直接融资可以理解为只要企业能够完成募集社会资金即可，当然指不依靠商业银行这种第三方机构。事实上，社会上法律认可的各种企业融资方式，包括创建企业、互联网金融、众筹等，似乎都可以认为是直接融资。注意到我们前面所说的，我们谈论的直接融资市场是一个大规模、大范围的主流市场，暂时不考虑小规模、小范围或者也可做到较大规模但是非主流的市场。在这种假设条件下，主流的直接融资市场基本是唯一的，这就是国际规范的直接融资市场机制。

2. 国际规范直接融资市场

如同间接融资市场建立在商业银行上，国际上规范的直接融资建立

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在以投资银行为主的机制上，形成市场化的真正直接融资市场。我国证券公司称为券商，国际上券商也是投资银行，而我国券商并没有投资银行业务，可以说我国没有投资银行。

市场经济下的直接融资机制应该是市场行为而非政府行为。国际规范的直接融资市场包括如下几个机制。

（1）投资银行

国际上，商业银行承担间接融资，对应商业银行的则是投资银行，投资银行承担主要直接融资功能。当企业需要通过发行股票实现直接股权融资时，依靠企业自身的力量是难以实现的，投资银行起到了类似商业银行的作用。投资银行是一个具有资金、信用、人才优势的机构，利用这些优势，投资银行在企业与成千上万普通投资者之间架起一座桥梁，帮助企业实现融资。投资银行的专业人才通过考察企业后选择企业，并且给企业正确定价，最后才推荐给投资者。投资者借助投资银行了解企业，决定是否投资。有些情况下，投资银行先行投资然后再推荐给普通投资者，相当于自行先承担风险。

与银行模式不同的是，银行是全包揽，投资者与企业互相看不见。而投资银行是半包揽，投资者与企业互相可看见，最终决定投资的是投资者自己，但是投资银行起到了很大作用。不论全包揽还是半包揽，商业银行和投资银行最终都要经受市场检验即市场奖惩。如今我们能看到的国际上大的投资银行，实际上都是经历几十年上百年实践检验存活的结果，而大量经受不起考验的投资银行早已被历史所淘汰。

我国将证券公司称为券商，又称投资银行。从目前业务情况分析，我国证券公司实际上只是券商，代理证券买卖业务，没有投资银行功能，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所以不能称之为投资银行。

（2）有限责任

有限责任制度让投资者以其投入资本为最大限额，一旦企业经营资不抵债，投资者不必承担过多的责任，从而有效控制了投资者的风险，所以公司基本上都是有限责任企业。有限责任打破了欠债还钱的传统规矩，在特定条件下可以欠债不还钱。如今世界上的股份制公司基本都是有限责任制，从而让投资者规避了无限责任，促进企业融资。

（3）股票市场交易

从股票市场发展历史可以看出，股票市场是股份制的重要组成部分，股票市场的产生是为了解决股份制下资金不能退出，通过股票交易实现变相退出。股市存在并非是上市融资，而是实现了融资以后的上市。投资者如果不能便利退出，势必会影响投资积极性。为了解决这个问题所以人们建立了股票市场，通过股票交易解决了投资者退出问题，从而容易规避风险。

可以看出，规范的直接融资模式是以投资银行为核心，辅助以股市和有限责任。投资银行起到了类似商业银行的作用，这也就是其名称为“投资银行”的缘由。

五、股市与直融市场现状

在我国股票市场包括融资功能错误理念下，形成了直接融资市场就是股票市场，股票市场就是直接融资市场的现状，从而导致了两个市场都被扭曲。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1. 没有规范化的股市

我国有买卖股票的场所，但是否就是经济学意义上的股市？如果认为有买有卖就是市场，那是对市场的误解。市场经济下的市场不是仅仅有买有卖那么简单，否则计划经济下的有买有卖（行政定价）也是市场？小偷买卖赃物也是市场？市场并非是有买有卖那么简单，其背后蕴藏着深刻的道理。吴敬琏教授一直坚持中国股市赌场论，我的结论是中国股票市场不是赌场，当然也不是经济学意义上的股票市场。附件 4-1 文章《中国股市赌场论的正与误》是我 2014 年 12 月 1 日在新浪财经专栏上发表的与吴敬琏教授商榷的文章。不论是中国股市赌场论还是中国股市扭曲论，我国缺失规范化股票市场的结论无疑是正确的。

2. 没有规范化的直接融资市场

前面我们已经区分了中国直接融资市场与国际规范直接融资市场的不同，指出了中国直接融资市场目前存在的问题。这种直接融资市场机制与党的十八大首次提出的使市场在资源配置中起决定性作用相违背。所以说，中国有实现企业融资的机制，但是没有市场经济环境下的直接融资市场。这就很好解释了为什么我国企业特别是广大中小企业融资难和间接直接融资比例倒挂的原因。

2014 年 2 月 19 日银监会尚福林主席在人民日报发文指出："目前我国间接融资比重达到 80% 以上，银行业资产占全部金融资产的比重超过 90%。这种格局既反映了银行体系配置金融资源和服务实体经济的强大功能，也反映了金融市场层次单一和体制机制缺陷。需要从资金定价机制、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

融资市场结构和现代金融企业制度等多方面深化改革，提高银行业服务实体经济的能力和配置金融资源的效率。“我国金融市场的这些比例不合理主要是由于直接融资市场现状引起的。

附件 4-1：中国股市赌场论的正与误[1]

——兼与吴敬琏老师商榷

早在 2001 年，吴敬琏老师就提出了中国股市赌场论。13 年后的今天，吴敬琏老师再次指出，中国股市是没有规则的赌场。不论人们如何质疑中国股市赌场论的正确性，中国股市现状大家有目共睹。在中国经济持续高速增长背景下，中国股市却长期与中国经济不同步，完全违背了股市是经济晴雨表的基本特征；中国股市一方面培育了几千个亿万富翁和几十万个千万富翁，另外一方面又让上亿股民投资亏损累累；中国股市不论聚集多少优秀监管者、不论投入多少监管资金，人们并没有看到中国股市向好的方向发展苗头。中国股市存在的反常现象大家有目共睹。

但是笔者又不赞同中国股市赌场论。一方面赌场与股市无法类比；另外一方面如果认定中国股市赌场论，说明我们已经找到了中国股市问题。如果已经找到中国股市问题，那么离解决问题的目标就不远了。遗憾的是，并非如此。

① 原载新浪财经，2014 年 12 月 1 日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一、股市赌场论是否正确解读了中国股市

股市与赌场原本风马牛不相及。股市代表人们在这里进行股票交易，而赌场代表人们在这里进行金钱交易，赌博是与物质生产完全无关的金钱交易。股票代表上市公司的股权，公司自然与物质生产相关。因此，再烂的股市都与物质生产相关，而再好的赌场都与物质生产无关。由此看来，吴敬琏老师是十分清楚赌场与股市存在质的区别的。吴敬琏老师之所以提出中国股市赌场论，一方面是抨击中国股市充满类似赌场的投机钻营，另外一方面似乎找不到更好的、更简单的词汇描述中国股市现状。

早期的中国股市确实充满内幕交易、坑蒙拐骗。从2001年开始，监管层开始进行股市的规范治理。经过十多年的努力，国家投入了大量人力物力打击各类犯罪行为，这方面情况有所好转。如果仍然说中国股市很像一个赌场，而且还是一个没有规矩的赌场，一个可以看别人底牌的赌场，似乎有点全盘否定了监管层多年的努力。

如果中国股市赌场论成立，那么解决中国股市问题就容易了。说明我们已经找到了中国股市病症，对症下药就可解决中国股市问题。吴敬琏老师是泰斗级的经济学家，中国股市监管层也是精英云集，把一个赌场扭转为股市不过是小菜一碟。可为什么十多年过去了，泰斗精英犹在，山河仍然破碎。唯一的解释只能是我们仍然没有找到中国股市的病症，找不到病症就无法对症下药。所以，中国股市赌场论似乎过于简单，需要与吴敬琏老师商榷，需要重新审视中国股市的问题所在。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

二、究竟什么是市场

股市是股票市场的简称，代表交易股票的市场，其本质是市场。要诊断中国股市问题需要从深刻理解市场开始。

传统教科书告诉我们市场是商品交换的场所，是交换关系的总和。这种定义是浅层次的，容易给人误导，从已经是市场的角度告诉你什么是市场。正确理解市场需要从更深层次分析。

市场具有两项基本功能，商品交换和资源配置。商品交换不必过多研究，重点讨论资源配置。经济学研究稀缺资源的有效配置，研究市场配置。市场之所以能实现资源配置，主要通过大量的买卖交易形成均衡价格。均衡价格引导生产与消费，从而实现资源的有效配置。均衡价格信号的形成可能比交换更为重要。正确价格信号一定是建立在交换基础上的，但是交换不一定就形成正确价格信号，如地摊交易，或者小偷卖赃物那种非法交易，有交换但非正确价格信号。

若要形成均衡价格信号，市场必须满足三个条件（基本要素）：(1) 产权清晰；(2) 自由交易；(3) 交易成本。

首先，小偷卖赃物或者交易不属于自己的商品，均属于产权不清晰，这种交易往往形不成正确价格信号。其次，为什么要谈论自由交易。因为均衡价格的形成必须建立在自由交易基础上。如果某个市场单方面限制买方或者卖方的自由进入，那么就会形成一个扭曲的价格信号。例如，一个城市只允许开设一家超市，只有少数厂商可以进场交易，必然形成扭曲的价格。最后，交易均有成本，如果人们不考虑交易成本，极端情况下交易成本甚至超越了商品价值，如同保险费用已经超越保险标的从

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而保险无价值一样，这种交易是没有价值的。

三、用市场基本要素对照中国股市

按照上述判断市场标准，不难发现，中国股市违背了构成市场的三个基本要素。首先，中国股市太多国企。2014年诺贝尔经济学奖获得者法国经济学家让·梯若尔在指出中国股市问题时谈到，除了中国公司治理结构存在的问题，大批国有企业和银行是根源。国企在进行产权股权交易时，容易存在产权不清现象。这就是为何国务院国资委要颁发3号令，规定国有产权必须入场交易的原因。

其次，由于我们对股市的认知存有误解，从而导致各种奇怪言论或现象横行。例如，股市包括融资功能；信用交易替代现货交易、非规范会员制等等。最主要一点是认识不到股市是股份制的重要组成部分，凡是股份制公司都应该有对应的股市可以实现退出。因此，股份制公司的上市受到了严格的限制。这种限制的含义是卖方的股份制公司不能自由进入市场交易，或者说作为广大股民的交易行为受到了严重制约，不能自由买到那些被限制了的股份制公司的股票。于是就产生了两个问题，权力寻租可能性大大增加与扭曲了股市的均衡价格。所以说中国股市不能自由交易。

最后，中国股市根本就没有交易成本概念。整个股市交易流程复杂又扭曲、券商与交易所收费受到行政保护、行政监管不计成本。所有这些成本，加上税收，实际上都是股民支付的。整个中国股市的运作成本可能超越了上市公司能够获取并且可分配给股民的利润，即买保险的费用已经超越了保险标的本身。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

综上所述，中国股市问题的根源不是赌场，而是我们不具备市场的三大要素。

四、中国股市需要回归市场

中国股市如果沦为博彩市场，那么通过加强监管就可以让股市回归，这条路我们摸索了十余年并没有走通。本文分析了中国股市必须回归市场，即必须建立市场的三个基本要素：产权清晰、自由交易、交易成本。

国有企业上市公司过多问题实际上可以通过自由交易逐步解决，通过让更多民营股份制公司上市加以稀释，重点是解决自由交易问题。按照股份制的设计要求，凡是股份制公司都应该允许其股东自由转让股份以达到变相退出目的，否则就会影响股份制公司的募集资金。所以，股份制的基本要求是允许股份制上市。对股份制公司的上市，人们可以设立不同门槛，让达到不同条件的股份制公司在不同市场上市，一般不能限制它上市。一个股份制公司的股票，通过上市让市场给它定价，没有市场就无法决定股票的价值。当然，允许所有股份制公司上市与股份制公司是否上市是两个概念，国外在允许所有股份制公司上市前提下，仍然有一些股份制公司不上市。凡是不上市的股份制公司只能通过私下转让股份，相对来说交易成本较高，这些都是股东们的自由选择。

市场经济下，唯有市场才能给出正确的商品价格信号。对于交易成本问题，市场经济下市场也应该接受市场的检验，优胜劣汰。凡是交易成本过高的股市自然应该被淘汰。中国条件下目前很难做到这一点，也许只能采用修正方法。至少，我们要懂得股市如何在最低成本下运作。今天的中国股市，会员制与现货交易都是四不像，极大增加了交易成本

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

与风险，必须改革。

回归市场要对传统理论拨乱反正。股市是股份制的配套机制，并不包括融资功能，股份制才是融资机制。股市仅仅是股份制的配套机制。如果不能认识到这一点，中国股市的未来仍会黯然无光。

本章小结：

* 本章重点讲述的是我国股票市场功能性扭曲方面的问题，主要是指原本没有的直接融资功能却被人为增加了。

* 也许人们会提出，市场是一组人为设计的制度，可以根据需要增加或减少。例如，独立模式的期货市场是减少了结算功能；商品市场一般是现货市场（一手交钱一手交货），我们可以增加信用功能，不一定当天交钱就先拿货，但是人们必须评估增加或减少功能带来的后果。

* 我国沪深证券交易所没有股票登记结算功能，相当于减少了功能，但是人为增加了直接融资功能。可以认为，减少的功能问题不大，只是增加了成本，画蛇添足，但是增加的功能却带来了严重的后果。

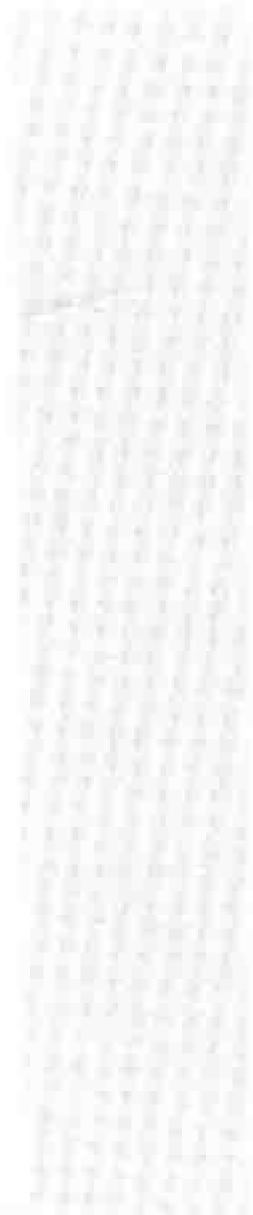
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第五章

缺失的危害



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第五章 缺失的危害

股票市场和直接融资市场是市场经济下两个关键的市场，这两个市场目前现状，暴露了存在的一些问题。这些问题的解决只有通过深化改革才能得以解决，而改革的方向自然是市场经济之路。

一、现行股市问题表象

1. 结果看过程

中国改革开放以来，经济取得高速增长，结果证明社会主义市场经济道路是正确的。市场经济实现对资源的有效配置是建立在成千上万个市场基础上的，其中也包括股票市场，中国股票市场现状并没有发挥其应有作用。简单对比任何一个市场就可看出，我国的家电市场、服装市场、小商品市场蓬蓬勃勃发展，在世界范围内占有一席之地。相比之下，我国股票市场长期未能与中国经济增长保持一致。按照结果导向原理分析，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我国普通商品市场有效实现了资源配置，或者说我国成千上万个普通商品市场运行在符合市场运行规律轨道上，否则我们无法解释中国经济能如此高速增长。反之，中国股票市场现状说明这个市场没有运行在正确的轨道上。

2. 问题暴露理念

前面已经分析中国股票市场存在的违背技术性规律情况，由于定义的技术性规律是控制风险方法，所以违背技术性规律实际上就是违背了风险控制规律，其直接危害会产生较大的风险。

主要问题包括：

（1）潜在金融风险

任何市场运行均存在风险，股票市场作为金融市场的重要组成部分风险就更大。原因是股票市场参与人数众多，我国股民高达上亿人，并且属于虚拟市场，容易产生虚实脱离现象。普通商品市场人们都采用一手交钱一手交货的现货交易方式来规避风险，更不必说股票市场了。这就是国际上对证券交易的风险控制往往采用国际上知名的G30小组给出的准则。这个准则就是银货对付，与我们说的一手交钱一手交货完全一致。而我国一直未能实行银货对付准则，说明我国股票市场存在极大风险隐患。事实上，上海股票市场的327国债事件和光大证券乌龙指事件都是典型的未按“银货对付”准则运行而产生的风险案例。如果上海股票市场按照银货对付准则的话，那么光大证券公司的误报盘是不可能成交的，因为光大证券并没有那么多资金。正是由于我国股票市场没有采用银货对付准则，从而造成了光大证券的报单在没有资金情况下可以顺利成交。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

好在我国股票市场设立了涨停板制度，很多股票涨停后使得光大证券的误买单无法成交，最终成交 72 亿元，否则那天应该成交 200 多亿元。

（2）我国股票市场运作成本极高

任何市场运作均有成本。人们采用市场交易商品的目的是降低交易成本。当一个市场的运作成本已经超越了人们期待降低的交易成本之后，这个市场已经没有存在的价值了。我国股票市场是在政府主导下运行的市场，这个市场的运作成本极高。

集中交易方式下的股票市场如果不采用会员制，即不分层次，那么这个市场就必须每天面对成千上万的交易者在同时交易，这是一件成本很高和风险很大的事情。所以全世界各国的股票交易所均采用会员制，小的股票交易所只有几十个会员，大的也不过就几百个会员。其他成千上万的普通股民要进行股票交易，只能通过会员委托代理进行。会员制下，有效地将普通股民与股票交易所分隔开来，形成两个层次，目的是规避风险和降低成本。我国沪深两个交易所采用的都是非规范会员制，实际上所有股民每天下的买卖委托单都是直接进入股票交易所主机进行撮合成交，券商只是提供一个通道而已。如果我们将股票市场比作一个会场，国外股票交易所采用会员制后，每天到会场开会的人数只有几百人，管理和风险控制成本都很低。而中国股票交易所每天到会场开会的人数有上亿人，可想而知那是一个多么浩荡的工程。年复一年，日复一日，我国股票市场的运行每天要承受多大的风险压力和耗费多少无谓的管理成本。实际上这些巨大的成本都分摊到了上市公司和股民身上。

（3）股票市场没有纠错余地

包括股票市场在内的金融市场之所以容易产生风险，主要原因包括

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

参与交易人数众多、虚拟电子符号交易、交易量大、交易速度快等。特别是采用计算机交易后，电子设备故障增加了产生风险的概率。任何一个市场出错是难免的，好的市场机制设计不是不能出错，而是在于一旦出错之后有纠错的余地，让不可避免的各种错误不会酿成风险，或者说让人们有时间纠正错误，不让错误造成风险。现实中人们有各种防范纠错的办法，例如双备份就是一种纠错办法，一台设备故障下另外一台设备可以顶替上，避免造成损失。日常生活中的高层楼宇采用双电梯制也是这个道理。

股票市场的特点是参与人多，交易量大，从而风险大。我们不可能把规避风险建立在交易系统不出现任何故障上，最有效的办法是建立缓冲机制，给交易系统足够的纠错时间。世界各国股票市场通常采用的方法是“T+n”交易结算制度，基本含义是 T 日交易后的第 n 日进行结算，n 一般大于等于 1。也就是说，人们在 T 日只是达成了一份交易合同，要到其后的第 n 日再进行股票的交割和资金的交付。注意在银货对付要求下，第 n 日的股票与资金是同时进行结算的。显然，如果 T 日交易一旦有什么故障或差错，人们可以在结算之前加以纠正，从而保证第 n 日结算一定是正确的。这种交易结算制度的设计十分合理，基本上可以把这类风险降低到最小。目前美国股票市场采用的是 T+3，而香港采用 T+2，日本也采用 T+3。[1] 相比之下，我国股票市场的交易结算规则就显得杂乱无章。我国目前的股票交割与资金支付不同步，股票交割不但是 T+0，还是实时的 T+0，而资金交收是 T+1。由于我国股票交割是实时的 T+0，

① 各国股票交易所的交易结算规则都是公开的。由于各个股票交易所规则不同，并且可能发生改变，但是没有一家股票交易所会采用 T+0，所以不论 T+ 几均不影响问题的描述。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

并且是直接进入了股民的账户，所以我国股票交易完全没有纠错的时间，只能寄希望于交易系统不能出现故障的美好愿望上。事实上这是很难控制的，因为交易系统不仅仅是设备会出现故障，人为操作也可能发生错误。相比较国外股票市场管理者来说，我国股票市场管理者每天是坐在火山口上，承受巨大的风险压力。

二、融资困难

1. 融资血脉

间接融资与直接融资是国家经济发展、企业实现融资的两条血脉。直接融资市场的作用甚至要大于间接融资市场。然而我国长期没有规范的直接融资市场，使得不规范直接融资行为时有发生，影响社会稳定。

2. 我国长期融资困难

任何国家经济的运行需要依靠两条血脉，间接融资与直接融资。特别是必须依靠直接融资，直接融资的功能比间接融资功能强大。我国没有直接融资市场，缺失这条血脉给中国经济带来的影响是巨大的。

（1）企业融资难

人们常说企业融资是一个世界难题。的确如此，一个企业要想向成千上万互不相识的个体融资不可能是一件容易的事情。相比之下，我国的企业特别是广大的中小企业融资比国外更难。中小企业融资难阻碍了这些企业的发展，实际上就是阻碍了国家经济的发展。一个国家的中小企业都是经济发展和社会稳定的重要因素。据统计，我国中小企业实现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

总产值和利税分别占全国的 60% 和 40%，中小企业还提供了大约 70% 的城镇就业机会。如果不解决这些中小企业融资难问题，将会对我国经济发展和社会稳定带来极大负面影响。当然中小企业融资难有中小企业本身的问题，在单一银行间接融资体系中，这些问题就显得尤为突出，然而在直接融资体系中却可以有效化解这些问题。

事实上，除了社会上一些专家学者、人大代表不断呼吁解决企业特别是中小企业融资难问题外，我国政府一直在作各种努力解决这一问题。例如，1998 年中央正式提出要“增加向中小企业贷款”，2000 年国务院又颁布了《关于鼓励和促进中小企业发展的若干政策意见》。特别是 2003 年我国开始实施《中华人民共和国中小企业促进法》，用法律形式为广大中小企业的发展和融资提供保护和支持，其中第二章专门是“资金支持”。2014 年 11 月，第一财经网甚至用“李克强今年十提融资难”标题，解读总理多次关注我国企业融资难问题。李克强总理在国务院常务会议上也提出要打通融资血脉问题。

遗憾的是，这么多年过去，我国企业特别是中小企业融资难的问题并没有得到缓解，反而愈演愈烈。原因很简单，我国只有一条融资血脉即间接融资市场，我国商业银行以大银行为主，缺乏大量的中小商业银行，而中小商业银行才是服务于中小企业的银行。即便中小商业银行发展起来，相比之下，直接融资市场才是实现广大中小企业融资的主战场，而我国偏偏失去了这个主战场。所以，长期以来中小企业融资难问题未能获得有效解决就很正常了，尽快建立服务于中小企业的直接融资市场是解决问题的关键。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（2）中国投资银行缺位

市场经济下，间接融资市场以商业银行为主体，而直接融资市场以投资银行为主体。我国没有直接融资市场，所以也就没有投资银行，或者说我国没有投资银行从而没有市场经济意义下的直接融资市场。券商可以包括投资银行业务，但是投资银行不等于券商。如果不考虑自营业务，券商从事的代理买卖证券业务与帮助企业发行股票完成融资业务具有本质上的区别。前者是简单业务，一般人均可完成；后者是复杂业务，必须很专业并且由经过长期实践检验的人承担。所以人们经常将证券公司称为投资银行，实际上投资银行业务才体现一个证券公司的水平。把证券公司称为券商，更多的是认为这个证券公司在从事证券买卖代理业务。事实上，我国证券公司目前业务情况就主要是券商的代理买卖证券业务，而不是投资银行业务。没有投资银行导致我国没有直接融资市场。

目前国际上较为知名的投资银行有美国的高盛公司、美林公司、摩根•斯坦利公司等；日本的野村证券、大和证券、日兴证券、山一证券等；英国的华宝公司、宝源公司等。这些公司是经过长期的市场检验才脱颖而出的，很多投资银行历史已经超过百年。例如，美国高盛公司成立于1869年，至今已经有140多年历史。可想而知，在这漫长的历史进程中有多少投资银行被淘汰掉，最终留下来的才能算是真正的投资银行。按照这个逻辑推理，即便今天我们按照市场经济背景来开展投资银行业务，那么能产生中国真正的投资银行至少还得十年以后。

（3）间接与直接融资比例长期倒挂

按照国际规范，间接融资比例一般不超过50%。美国的间接融资比例仅为20%，我国间接融资比例高达80%以上，带来了一系列问题，例

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如成本高、效率低、风险大等，而这一切的根源在于我国没有直接融资市场。当没有直接融资市场时，逼迫人们只能采用间接融资方式，并非我国间接融资市场效率高成本低的原因。这就是为什么我国长期间接与直接融资比例倒挂，这种倒挂危及国家金融安全。

（4）IPO 问题

多年来我国一直存在，新股发行普遍存在三高现象。股民热炒新股，因为大部分情况下买新股基本上是稳赚不赔。多次改革并没有成效，核心问题是 IPO 价格形成机制不是市场方式而是计划方式，人们之所以认为中国股票市场是赌场与此密切相关，爆炒 IPO 的后果是扭曲了整个 IPO 价格形成机制。

关于这个问题，我们将在下一章重点分析。

三、危害的体现

1. 不完善的股份制

股份制是市场经济的重要组成部分。马克思当年说如果没有股份制人类还没有铁路，说明了股份制的重要性。股份制主要包括股份制公司和股票市场，股票市场对股份制公司的形成包括 IPO 起到积极促进作用。股份制的制度设计要求股份制公司的股东不能退股，只能通过转让变相退股，所以股票市场就是股份制公司变相退股的一种机制。当一个国家没有股票市场或存在的是一个扭曲了的股票市场时，股份制的发展就会受到极大阻碍。由于我国没有股票市场或者说现存的股票市场是一个扭曲了的股票市场，从而导致我国股份制公司不能自由上市，进而制约了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我国股份制的发展进程。破坏了股份制实际上就是破坏市场经济。

2. 投机大于投资

规范的股票市场一定与经济走势一致，一个扭曲了的股票市场的主要标志之一就是股票市场指数与经济走势无关，所以人们将其称为赌场。正常的一个市场的一项主要功能是发现价格，当股票市场已经被扭曲时，意味着这个市场产生的价格也是扭曲的。显然在这个扭曲的股票市场上人们已经无法实现投资功能，更多地是在进行投机甚至赌博。正常情况下，公司、投资银行和广大股民的利益应捆绑在一起。尽管人们在股票市场上交易有投机的成分，但总的是为了投资。一个股份制公司欺骗了股民，或者一个投资银行误导了股民，都会在规范的股票市场上留下痕迹，都会受到市场的处罚。在这种规范的股票市场上，长期的投资结果会让股民懂得投资比投机更有价值。一旦股民在某个上市公司受益他就会更加忠诚于这个上市公司，反之他就会抛弃这个上市公司。久而久之人们就养成了投资习惯而非投机甚至赌博恶习，因为最终获益是投资而非投机。在我国现行股票市场上，股票市场走势完全与经济走势无关，凡是按照经济规律预测股票价格走势，或者采用价值投资理念的，无一铩羽而归。

3. 优质的终结

企业是创造财富的代名词，企业家是一个社会的精英。股份制公司在我国就是先进公司的代表，是企业的皇冠，而上市公司更应该是皇冠上的明珠。我国有几千万家企业，上市公司仅仅二千多家，可谓万里挑一。这些上市公司原本应该是我国各行各业的翘楚，优秀企业中的明星。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

然而在我国目前股票市场环境下，优质公司很多变味了。排除掉那些靠蒙骗上市的公司，较多的优质公司一旦完成上市，特别是募集到了该有的和不该有的资金，这些优质公司就几乎完成了历史使命，上市变成了他们优质的终结而不是开始。

（1）超募资金

资金是一个国家宝贵的资源，是百姓的血汗钱。直接融资机制是建立一种机制，将成千上万百姓家中的钱集中到公司中去从事某个项目。缺乏资金的公司好不容易借助于国家直接融资机制募集到了项目所需要的资金，没有不好好使用的道理。有些股民可能到菜市场上买菜会为几角钱讨价还价，然而可以不讨价还价地向股份制公司支付几万几十万元。说好听点是为了这个股份制公司担负的某项重要项目甚至是国家经济发展项目，说得实在点是寄希望于这点投资能够让股份制公司帮其增值，所以股份制公司必须承担为这些百姓资金负责的责任。然而任何股份制公司的能力都是有限的，任何项目的资金需要也是有限的，股份制公司能够按照募资计划用好这笔钱就不错了。一旦超募，意味着资金使用已经超出了股份制公司的能力，而项目也不需要这笔资金。超募的结局是很明显的，我国很多股份制公司死于超募。

（2）随意变更募集资金用途

超募必然导致改变募集资金用途，不超募也会出现改变资金用途情况。在我国股票市场上，改变资金用途现象比比皆是。严格来说，改变资金用途就是欺骗。但是在我国目前这种直接融资方式下，没有人会觉得应该为募集到的资金负责，也不知道应该向谁负责。随意变更资金用途这种欺骗行为已经转变为顺理成章的事情，有些人振振有词为这种现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

象辩护。很简单，假设我国建立的规范的直接融资市场，制度设计可以要求变更募集资金用途的股份制公司退回所募集资金，重新申请。在规范的直接融资市场上和社会中，一次欺骗将会让行骗者身败名裂。

（3）高管套现股东退股

长期以来我国股票市场上一直存在上市公司不正常退股现象。2012年9月18日，证券时报网就报道：首批创业板上市公司遭减持46.76亿，增持0.3亿。据证券时报数据部统计，截止到最新，首批28家创业板上市公司合计遭重要股东（占总股本比超5%）及高管减持46.7575亿元（已剔除重复项），合计增持3013万元。除了安科生物、宝德股份外，其余26家公司均遭到减持。2009年10月23日创业板启动，而为创业板我国酝酿了10年之久，可以认为首批28家创业板上市公司应该是我国优秀企业的翘楚。然而即便如此，也难逃重要股东和高管的减持命运。

四、区分不同注册

1. 批准制

不论是审批、核准还是注册制，实际上都可以理解为批准制。批准制与产权密切相关。正常情况下，一个经济主体处置产权归属于他的资源是不需要批准的，当然是指在符合法律条件下，符合法律本身就是一种批准。

需要批准的情况主要包括如下：

（1）一方使用、侵入了另外一方的产权，往往需要对方的批准。例如，到会员制的商场购物，就要先申请成为会员，即获得对方的批准；到银

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行存取钱需要先开账户，开账户就属于银行批准；到电影院看电影、到机场乘飞机，均需要事先购票，购票就是获得批准。这种批准制主要用于发生交易的双方。

（2）对一些特殊的交易，尽管交易双方均同意，但是站在政府角度，有时需要制定一些法律法规，进行批准。当人们到银行取款时，银行监管者会制定一些政策，例如，每天的现金提取量有个限额。尽管钱是你的，但是超过额度需要批准。也就是说，对一些特殊的交易，政府站在维护稳定、控制风险、社会公平角度，需要通过法律法规建立批准制。例如，我国法律规定企业公开发行股票需要经过批准。

除了上述情况，其它的均不应该采用批准制。随着改革开放的不断深入发展，政府转变职能，尽可能在减少不必要的行政审批，即尽可能减少批准制，或者说降低批准制的级别。例如，我国 IPO 将从原来的核准制改为注册制，实际上就是降低了批准制的级别。

2. 两种不同的批准

暂且不论批准制的级别问题，我们需要弄清楚的是两个问题，IPO 与上市。长期以来，我国一直混淆融资（如 IPO）与上市的区别，将两者混为一谈，不妨称为上市融资。在上市融资概念下，我国已经经历了上市融资从审批制到核准制的过程，目前正在向上市融资注册制迈进。

人们在热议从核准制转为注册制，似乎对注册制报以极大的希望。需要提醒的是，IPO（用 IPO 代表融资）与上市是一回事吗？上市融资把它们当作一回事了，当人们弄清楚两者性质后就发现完全是两回事。IPO 是指公司与投资者之间的关系，公司与投资者发生交易。公司是否能够

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

完成 IPO，实际上与股票市场是没有关系的，至少没有直接关系。上市是指一个股份制公司到一个称为股票市场的市场上挂牌交易，即允许人们买卖其公司的股票，也就是说上市是公司与交易所（股票交易所）的交易关系。严格来说与投资者或者说股东没有关系，至少没有直接关系。所以，从法律角度看问题，IPO 的法律关系发生在公司与投资者之间，上市的法律关系发生在公司与交易所之间。公司和交易所都是独立法人，它们分别与投资者发生不同的法律关系，需要分清楚调整的是哪个法律关系，到底是公司与投资者的法律关系还是公司与交易所的法律关系。

首先讨论一下 IPO 批准制问题。如今人们讲的注册制实际上都是指国际上有的国家对公司 IPO 采用的注册制。如果我国也采用注册制，说明 IPO 的批准制是很弱的。先看下商业银行的间接融资，不论是间接融资还是直接融资，都是企业向社会募集资金。从目前监管流程看，企业向商业银行申请贷款是不需要银监会批准的，而公司向广大投资者募集资金 IPO 需要经过证监会批准，当然随着注册制引入，这种批准在弱化。从目前融资规模来看，2008 年到 2014 年，我国每年平均间接融资额为 8 万亿，而通过 IPO 直接融资还不到 1 万亿，即直接融资只占据较小的比例，从而看出两者之间的区别。

再谈上市问题。上市的含义是指股份制公司到某个股票市场上挂牌交易其公司股票。公司到某个股票市场上挂牌交易如同百姓到某个商品市场上采购商品，需要经过人家的批准。当然大部分商品市场巴不得多点消费者来采购，所以大门敞开，注意到敞开就是一种批准。敞开也是有条件的，顾客不能在非营业时间进行采购。所以，公司到股票市场上挂牌交易即上市，实际上存在两个法律关系，一是必须经过股票交易所

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的批准，核准还是注册，因为公司进入了股票市场的领域；二是监管者从管理角度是否要进行批准，同样是核准还是注册。也就是说，站在股票交易所角度，公司上市一定是要有批准制的；而站在监管角度，公司上市如果没有危及公众利益，可能就不需要批准制。同样的道理，作者更多关心的是厘清关系，而不是究竟要不要批准制。

实际上，如果说国际上 IPO 还有批准制的话，上市是没有批准制的，交易所的批准制是理所应当。当然，例如美国有多个股票交易所，中国国情不同，交易所也少，可以区别对待。

综上所述，中国直接融资市场需要进行的改革包括如下几项：

（1）将直接融资市场与股票市场严格区分开来；

（2）按照党的十八大首次提出的使市场在资源配置中起决定性作用，监管部门应该改变监管方式。事实上监管部门并不直接干预银行放贷的间接融资，直接插手的后果很严重：扼制了我国投资银行的成长；没有专业人才却替代投资银行行使投资银行功能；从不为行使投资银行错误担负责任；容易产生寻租空间。

（3）所谓注册制改革应该重新设计，一改直接融资与间接融资分离；二改直接融资由市场决定；三改上市注册制。

本章小结：

＊ 制度性缺陷和功能性缺陷必然给中国股票市场带来影响。

＊ 没有银货对付准则，相当于我国股票市场实行的是信用交易，既容易引发风险，同时也违背了相关法律；没有实行真正的会员制，导致

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我国股票市场的交易成本极高。

* 功能性问题带来的是我国大量企业融资难、直接与间接融资比例长期倒挂、危及国家金融安全。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股市的逻辑

第六章

聚焦IPO改革

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第六章 聚焦 IPO 改革

IPO 是英文 Initial Public Offerings 的头三个字母，含义是首次公开发行股票，即股份制公司首次公开募集资金。在不加区别情况下，人们可以用 IPO 代表准备募集资金，也可代表募集资金成功，或者代表募集资金过程。由于股票市场涉及面广，我国又错误将 IPO 与股票市场融为一体，从而使得 IPO 这个名词几乎家喻户晓，同时也是新闻媒体乃至国家经济管理部门高度重视的话题。IPO 原本是市场经济的产物，我国也是改革开放后才有 IPO 出现，但是短短的 20 多年间，我国已经进行了许多次的 IPO 发行制度改革，而 IPO 也创记录地九次暂停九次重启。这些只能说明迄今为止我国尚未找到一条适合中国国情的 IPO 之路。

IPO 代表的是资金资源的流动，资金资源之所以能够流动是由人为设计的资金资源配置制度所决定的。每一次的 IPO 发行制度改革，说明需要否定前面一次存在的弊端；每一次的 IPO 暂停，意味着面临着某种危机。九次暂停说明我国融资市场经历过九次危机，这些足以说明我国

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

IPO 问题丛生。本章重点分析我国 IPO 问题产生的根源和解决的办法。

一、IPO 问题

1. IPO 意味什么

IPO 意味着什么？意味着一个公司从此上了一个大台阶，从一个名不见经传的小公司一跃变身为公众公司。IPO 的含义是公司首次公开发行股票。IPO 一旦成功，意味着公司实现了向社会公开募集资金的目的。人们重点关注第一次公开发行新股即 IPO 的原因在于：

（1）第一次向公众募集资金

所谓公开发行意味着向公众发行股票实现募集资金。也许企业之前私下发行过多次新股，但那都是向少数特定群体的融资，所以第一次公开发行即第一次向公众融资自然引起人们的关注。实际上第一次公开融资也意味着今后这是一个股东数量较多的公众公司。

（2）融资量比较大

融资规模有大有小，既然是向公众融资，募集对象数量众多，意味着融资金额比较大。一方面说明公司将进行的是较大项目的运作，另外一方面融资量大会引发一系列的问题，所以引起监管层和普通百姓的关注是正常的。

（3）大部分 IPO 后都会上市

所谓上市公司是在某个股票市场挂牌交易，允许其股东公开转让其股权的公司。尽管少数 IPO 后的公司不一定上市，但是大部分 IPO 后的公司还是选择在某个股票交易所挂牌交易。人们除了关注其 IPO 同时也

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会关注这个公司在哪个股票市场上挂牌交易。

（4）用 IPO 代表直接融资

严格来说，直接融资包括股权融资与债权融资，包括第一次股权或第 n 次股权融资，也包括公开与非公开融资。尽管 IPO 具有股权、公开、第一次等特征，但是由于其上述重要性，很多情况下我们不妨用 IPO 代表直接融资。

2. 暂停意味着失败

我国经历多次 IPO 改革和多次暂停，可以认为每一次暂停意味着一次改革的失败。IPO 原本是市场经济的产物，我国计划经济时期没有 IPO，因为 IPO 是股份制公司向社会公开募集资金，计划经济时期没有股份制公司所以也不存在有 IPO。既然 IPO 是市场经济的产物，正常情况下，IPO 应该是市场调节的结果，不应该存在 IPO 发行制度改革和行政力量暂停 IPO 情况。从而看出，我国 IPO 问题首先表现在 IPO 这个市场经济的产物却在行政力量推动下运行，从而形成一种矛盾现象。这种矛盾现象表现为市场经济的产物在行政力量的推动下不断变革、不断暂停和重启。

IPO 实际上就是一种交易，如果把资金资源视为商品，IPO 实际上就是直接融资市场上企业与百姓之间的一种交易。企业用股权交换百姓资金，如同普通商品交易一样，也许会受到某些因素的干扰导致商品价格暴涨或暴跌，例如我国就出现过绿豆、大蒜等价格异常波动情况。但是在市场经济条件下，很少听说过暂停或重启某种商品交易，因为既然是市场经济的产物，最好的调节当然是市场而不是行政力量。当一种商品

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可以通过行政手段暂停交易和重启交易时，显然这种商品的交易方式就不是市场方式而是计划方式。尽管人们可以认为 IPO 实现的股权与资金交换是一种特殊的商品交换，也许需要某种行政力量的干预，但是我国 20 余年 IPO 实践已经证明，这种行政干预并没有奏效。党的十八大已经提出要使市场在资源配置中起决定性作用，所以，以 IPO 为代表的资金资源回归市场配置是大势所趋。事实上，不是我们不想回归市场，问题出在至今为止人们不太明白市场配置资金资源的方式。本章试图说明这一点。

计划方式与市场方式是两种不同的资源配置方式，两者适用范围不同，有时并不代表一种配置方式比另外一种配置方式一定更优。企业内部采用的都是计划方式，我们不能认为计划方式不行。容易产生混乱的情况是该计划方式时不采用计划方式，而该市场方式时不采用市场方式，我国 IPO 就属于这种情况。九次暂停意味着九次失败，如果不解决配置方式问题，九次失败与九十次失败是一样的。

3. 五次大改革

股票发行制度实际就是指企业在发行股票时需要遵循的一系列程序化的规范，主要表现在发行监管方式上。发行监管方式的主要内容是股票发行决定权的归属，实际上就是资金资源的配置方式，主要分为计划方式与市场方式。计划方式是指股票发行决定权在政府，实行批准制，包括审批、核准。批准制要求企业在发行证券过程中不仅要公开披露有关信息，而且必须符合一系列实质性的条件，是否能够发行股票的决定权在监管机构。市场方式是指股票发行权在市场，但是仍然要获得监管

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

部门的批准，只不过这种批准门槛较低，实行的是注册制。股票发行之前，发行人必须按法定程序向监管部门提交有关信息，申请注册，并对信息的完整性、真实性负责。至于股票发行中的实质性问题，均由市场决定。包括发行规模、定价等等，均由市场说了算，能否发行出去完全是市场竞争的结果。监管部门往往不再为企业发行股票背书。市场方式往往需要借助第三方中介机构完成股票的发行，而不是仅仅依靠企业的力量。

早期我国企业 IPO 依靠行政审批加额度控制。《中华人民共和国证券法》颁布之后，2009 年 6 月 11 日中国证监会颁发了《关于进一步改革和完善新股发行体制的指导意见》。如果以这份文件作为第一次 IPO 改革，并且以证监会每次颁发的 IPO 改革文件为标志，那么我国从 2009 年至今，一共进行了五次大的 IPO 改革。

第一次改革：2009 年 6 月 11 日证监会颁发了《关于进一步改革和完善新股发行体制的指导意见》。这一次改革对未来一个阶段的发行改革作出总体规划，提出包括市场价格发现功能优化，强化买卖双方内在制衡机制；提升股份配售机制有效性，缓解巨额资金打新，提高发行效率；重视中小投资者投资意愿；增强风险揭示力度等四方面预期目标。

第二次改革：2010 年 10 月 11 日，证监会发布《关于深化新股发行体制改革的指导意见》，在 2009 年改革的基础上，进一步完善报价申购和配售约束机制，给予主承销商自主推荐询价对象的权利，增强定价信息透明度，细化中止发行的情况。

第三次改革：2012 年 4 月 28 日，证监会再次颁布《关于进一步深化新股发行体制改革的指导意见》发布，这一阶段的改革为抑制“三高”提出发行市盈率 25% 红线，并着力加大对信息披露的要求，不断提前预

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

披露时点；对中介机构的权责更为明确，要求也显著趋严。

第四次改革：2013 年 11 月 30 日，证监会颁布了《关于进一步推进新股发新体制改革的意见》实施，在国务院文件明确将推进发行注册制改革的背景下，这一阶段的改革在市场化、法制化的取向下，进一步突出了信息披露为中心的监管理念，取消对发行定价的量化要求，取而代之以加大信息公开力度，提高新股发行各层面、各环节的透明度，加强过程监督的做法。

第五次改革：2015 年 11 月 6 日，中国证监会网站发布了《证监会完善新股发行制度重启新股发行》的通知。决定将 7 月暂停的新股发行程序重新启动，同时完善了新股发行制度。

可以看出，在前四次"改革、完善、深化、推进、进一步"等词语基本用尽情况下，2015 年 11 月 6 日的第五次改革则低调了很多。后面我们还会进一步分析，第四次改革耗时最长、准备最充分，然而失败也最惨，说明我们的改革实际上没有找准方向。

4. 九次暂停

我国 IPO 历史上曾经出现了九次暂停九次重启事件（详见附件 6-1）。下面仅以第八次暂停重启案例分析我国 IPO 问题。

在全部的九次暂停中，暂停时间最长的是第八次暂停。也就是说准备重启的时间最长（长达 14 个月）；研究的改革方案最充分（因为已经有了前七次失败的经验教训）；投入的人力物力财力也最多。然而看看重启后的结果，让人不禁大跌眼镜。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第八次 IPO 暂停与重启

从上证指数可以看出，2008 年 10 月上证指数跌到最低的 1664 点后，一直到 2009 年 8 月缓慢回升到 3400 点。在我国经济平稳增长背景下，而我国股市就一路震荡下跌，2012 年 11 月已经再次跌破了 2000 点。所以在 2012 年 10 月核准浙江世宝上市之后，尽管没有宣布暂停 IPO，事实上已经暂停，并且暂停的时间长达 13 个月。在此期间，监管部门启动了两件大事，一件是对 800 余家 IPO 排队企业的财务专项大检查，检查中有问题的将被淘汰出局。2013 年 6 月证监会宣布 IPO 在审企业财务专项检查工作全面结束，根据证监会公布的数据，在这次检查中，268 家拟上市企业被终止，IPO 排队数量降至 666 家。第二件大事是启动 IPO 发行制度改革。2013 年 6 月 7 日，证监会发布了《中国证监会关于进一步推进新股发行体制改革的意见（征求意见稿）》，制定了一系列市场化改革措施，6 月 8 日起向社会各界公开征求意见。两周之后，新股发行改革的意见征求结束，监管部门表示将对方案进行修改后正式发布。

又经过了长达五个多月的修改，2013 年 11 月 30 日，证监会在其网站上发布了《关于进一步推进新股发行体制改革的意见》（见附件 6-2）和如下信息：

经深入调研、广泛听取意见，证监会制定并发布《关于进一步推进新股发行体制改革的意见》。这是逐步推进股票发行从核准制向注册制过渡的重要步骤。

《意见》坚持市场化、法制化取向，突出以信息披露为中心的监管理念，加大信息公开力度，审核标准更加透明，审核进度同步公开，通过提高新股发行各层面、各环节的透明度，努力实现公众的全过程监督。监管

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

部门对新股发行的审核重在合规性审查，企业价值和风险由投资者和市场自主判断。经审核后，新股何时发、怎么发，将由市场自我约束、自主决定，发行价格将更加真实地反映供求关系。

《意见》以保护中小投资者合法权益为宗旨，着力保护中小投资者的知情权、参与权、监督权、求偿权。调整新股配售机制，更加尊重中小投资者申购意愿。约束发行人定高价，抑制投资者报高价，遏制股票上市后“炒新”行为。

《意见》进一步明确了发行人和保荐机构、会计师事务所、律师事务所、资产评估师等证券服务机构及人员在发行过程中的独立主体责任，规定发行人信息披露存在重大违法行为给投资者造成损失的，发行人及相关中介机构必须依法赔偿投资者损失。对中介机构的诚信记录、执业情况将按规定予以公示。

新股发行体制改革并不意味着监管放松，而是在完善事前审核的同时，更加突出事中加强监管、事后严格执法。对发行人、大股东、中介机构等，一旦发现违法违规线索，及时采取中止审核、立案稽查、移交司法机关等措施，强化责任追究，加大处罚力度，切实维护市场公开、公平、公正。

据悉，《意见》发布后，需要一个月左右时间进行相关准备工作，才会有公司完成相关程序。预计到 2014 年 1 月，约有 50 家企业能完成程序并陆续上市。

从证监会公布的信息看出，第八次 IPO 重启证监会做了大量的准备工作。那么意味着 2014 年 1 月将是第八次 IPO 重启的时间，究竟是哪一天并不确定。事实上，2014 年 1 月 IPO 刚刚重启，就引发了一系列的问题，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

使得 IPO 重启又被推延了几个月。

5. 新华社质疑 IPO 新政

2014 年 01 月 14 日，第八次 IPO 重启没几天，新华网刊登了题为“新华社连发七文追问新股发行为何状况频出”的长篇文章，质疑 IPO 新政。其中主要内容摘录如下：

- 尘封一年多的 IPO 终于重启，不料高发行市盈率、大手笔圈钱套现等再度相伴而来，在市场上掀起轩然大波。截至 12 日晚间，已有奥赛康、汇金股份、东方网力、绿盟科技、恒华科技、慈铭体检等 6 只新股突发紧急公告，宣布暂缓或推迟发行。
- 当市场化与中国特色相结合，新股发行一次次变成改革的试验田。新华社 13 日连发 7 文，直击市场质疑和监管尴尬。
- 新股发行三大争议：高价发行是否合理？巨额老股转让是否有借道套现之嫌？券商自主配售是否涉及利益输送？
- 追问为何状况频出？在利益至上的资本市场，规则才是至关重要的。除去超募与老股转让这个具体的漏洞之外，此轮新股发行体制改革方案在顶层设计上就有值得商榷之处。
- 新股发行的补丁要打到何时？好的意图需要有效的措施和完备的制度来实现，否则可能事与愿违，适得其反。反观奥赛康事件，从公开情况看，无论是奥赛康还是中金公司都看不出哪里违规，即便是令市场瞠目的近 32 亿元的老股转让也并没有违反监管层的规定。可如此发行的确给市场带来了非常恶劣的影响，其 IPO 不得不被紧急叫停。接连出现的紧急公告让市场很被动，更让监管层尴尬，严重

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

伤害了监管层的市场公信力。

- 亡羊补牢几时休？ IPO 重启一周证监会几番叫停，新股屡次发行搁浅暴露出新股发行体制的制度漏洞。梳理这一系列问题的背后不难发现，所有的一切都缘起"三高"发行的顽疾，而原本用来治疗"三高"的老股转让政策一开始就遭到拷问。新股发行是证券市场必备的一项工作，但前提是要"有进有出"。援引证监会主席肖钢近期一句比较中肯的话：股民亏损不是愿赌服输，而是政府监管不作为的表现。
- 摸石头岂能没完没了？当前进行的改革中，监管层努力践行市场化的诺言，从行政管制中抽身，却因为市场化的不够彻底而在计划与市场的碰撞中重回"管价格"的老路。 可以说，超募与老股转让挂钩是此次改革的致命弱点。在定价权基本交还市场之后，在市场热情高涨的重启初期，超募几乎是必然。一边是市场化的价格放行，一边是计划性思维下对超募的限制，矛盾自然产生，而化解矛盾的手段又是行政干预。数次改革，都是在寻找市场化与中国特色的结合点，但一次次实践均未能绕过"价格"这道坎儿，却又滋生出不同的问题，给人以"摁下葫芦浮起瓢"之感。改革允许探索，却不能缺少"顶层设计"。新股发行体制改革不能无止境地探来探去，而是应该沿着一个正确的方向，不断完善制度和机制，在给市场稳定预期的前提下坚定不移地稳步推进。
- 担忧 IPO 新规"打补丁"难防监管漏洞。记者了解到，虽然上有监管政策，但利益各方也下有对策。就在 IPO 重启前，证监会曾表示，一方面"将推动老股东转让股票，增加单只新股在上市首日的供应量。老股东转让股票的多少本身也反映其对公司价值的判断，老股东卖

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

得多，买方自然不敢报高价”；另一方面，“将把减持行为与发行价挂钩，限制发行人定高价。如果定价过高，上市后一段时间内股价跌破发行价，发行人控股股东等责任主体需要按承诺自动延长持股锁定期。”

- 对此，证监会于 1 2 日晚间紧急出台监管政策，采取对询价路演、网下报价投资者进行抽查，并规范发行市盈率等办法，希望给 IPO 打上“补丁”。
- 然而多家基金公司投研人士对记者表示，此举虽然及时，但却可能在短期内难以堵上新股发行政策中的一些潜在漏洞，其中如何将老股减持与新股发行协调监管将考验监管层的智慧。同时，监管层还需要根据新股发行上市的全流程，对政策进行完善。

可以看出，精心准备了一年多的新股发行改革，在 IPO 重启没几天就已经夭折。随后又是连续几个月的停发，一直到 2014 年 4 月，才又开始恢复新股发行。

第八次准备如此充分的 IPO 改革失败，值得我们深刻反思。不是我们没有足够的失败教训，也不是我们没有精心策划新的改革。14 个月精心策划准备却在几天内被完全摧毁，只能说明我们的改革不对路，没有找到 IPO 的规律。从下一部分开始，我们将详细分析我国 IPO 失败的根源和解决的办法。

二、交易模型研究

交易模型又称生产消费模型，通过建立这样一个交易模型我们来深

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

入分析商品资源、资金资源的配置过程。

1. 普通交易模型

任何一种商品资源的生产消费，我们均可以采用如下交易模型表示：

企业（生产）+《配置机制》+消费者（购买）　交易模型（1）

在交易模型（1）中，企业和消费者是两个不同的经济主体，形成两个交易主体。企业和消费者会变化，但是这两个主体本质是不变的。即企业和消费者总是存在的，尽管不同的交易模型下企业和消费者不同，而交易模型（1）中的《配置机制》则是多变的。

《配置机制》是企业与消费者之间形成一种连接关系。一般情况下，这种连接关系总是以一种“机制”表现出来，不可能没有“机制”，即便企业直接与消费者直销，而直销也是一种“机制”。所以我们认为《配置机制》一定存在，如果没有《配置机制》就没有交易模型。《配置机制》可以采用计划方式与市场方式实现，从而交易模型（1）可以区分为计划方式的交易模型（2）与市场方式的交易模型（3），用如下两个交易模型表示：

企业（生产）+《计划机制》+消费者（购买）　交易模型（2）

企业（生产）+《市场机制》+消费者（购买）　交易模型（3）

《计划机制》代表的是“计划方式《配置机制》”，而《市场机制》代表的是“市场方式《配置机制》”。我国计划经济时期采用的是《计划机制》，主要体现为生产数量、商品价格都是指令性计划制定的。注意到《计划机制》具有两种表现形式，一种是对属于自己资源的处置，相当于资源拥有主体任意对自己资源的配置；另外一种是对人们在资源配置中进行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

某种限制，这种限制都是由行政指令完成的。改革开放后我国实行市场经济，《配置机制》转变为《市场机制》，企业生产、商品定价均由市场决定。《计划机制》较为单一，主要是政府行政指令，而《市场机制》较为多样，包括市场形式、交易流程、结算制度等等都是可以选择和更改的。

2. 决定交易模型因素

决定交易模型因素是交易成本。任何交易模型的运行都是有成本的，不论是《计划机制》还是《市场机制》，当然《计划机制》不太讲究成本，但是《市场机制》对成本要求就很高。真正的《市场机制》不是固定模式，而是市场竞争形成的结果，并且主要是降低成本的竞争。直销实际上也是一种降低成本的《市场机制》。市场本身就是试图降低成本的一种《市场机制》，所以在设计交易模型中，如何降低交易成本是人们需要考虑的重要因素。

三、资金资源与交易模型

1. 资金资源配置

在所有资源中，资金是一种重要的资源。在所有商品中，资金商品也是一种特殊的商品。人们常说资金是企业的血液，说明资金资源对企业发展的重要性。资金资源更是一种特殊的资源，资金是所有一切资源的代表和抽象。资金资源配置的特点之一是方向单一，基本上是将百姓的资金资源配置到企业中去。因为百姓总是资金富裕方，但不是财富创造方；而企业总是财富的创造方，却又是资金匮乏方。一个社会应该建

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

立良好的流通渠道，使得资金资源能够顺畅流入企业。

和其它资源一样，资金资源也存在两种配置方式，计划方式与市场方式。人们通常讲述的间接融资与直接融资，实际上指的是市场方式下的两种不同配置方式。我们重点研究资金资源的市场配置方式，当然主要是研究以 IPO 为代表的直接融资方式。

（1）一次配置

配置的简单直观理解是将资源从效率低处流动到效率高处。市场方式配置的狭义理解是通过市场交易、竞争，价高者得实现资源的流动。大部分资源的配置是一次交易完成，例如，服装的交易、家电的交易、汽车的交易等等，均可理解为一次交易实现配置。大部分商品都是如此，或者说在一个时间段内只完成一次配置。原因是大部分资源的价值在短时间段内是不变的，然而资金资源或者说资金商品并非如此。

（2）二次配置

资金资源是通过二次配置完成的。间接融资方式下，商业银行给企业放贷，其含义是将百姓资金资源一次性配置给企业。如果是普通的商品如服装、家电等，一次性交易出去后（不考虑售后服务问题），配置基本就完成了。但是资金资源不行，当商业银行将资金放贷给企业后，必须将本金与利息收回后才算结束。所有间接融资下的资金资源配置是靠两次交易完成的，两次交易之间形成一个过程，相当于资金资源的间接配置是一个过程交易。事实上，在这个过程中仍然存在各种不同的交易。

直接融资也同样。以 IPO 为代表的直接融资是投资者将资金转为公司股票，完成了资金资源一次性配置给企业，但是配置没有结束。对每位投资者而言，配置是否成功或者说整个配置完成必须进行第二次交易，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

即投资者将买入的股票再卖出。不论投资者买入卖出是盈还是亏，这是一个过程交易，两次交易完成一次资金资源配置。

所以说，与普通商品资源的不同的是，资金资源这种特殊商品的配置是用二次交易（过程交易）替代一次性交易。而过程交易的过程又很复杂，时间长短可能相差很大。例如放贷可以一年也可以十年，买卖股票可以一天完成也可以三十年完成。过程中可以出现多次其它交易，如分红派息、重大变更等等。当商业银行放贷到期收不回来时，还得走法律程序，这些都属于交易。所以说，资金资源的配置是一个复杂的过程交易。

真正理解 IPO 代表的直接融资必须理解这种配置是由一个复杂过程组成的，IPO（假设代表的是发行股票成功）只是整个资金资源直接配置链中的一个环节，在 IPO 之前必须有促成 IPO 成功的机制，在 IPO 之后，必须要有让配置出去的资金资源成功回收的机制。所谓成功就是应该让大部分资金资源供给方获得收益，而中国恰恰无法实现这一点。从“前 IPO 到 IPO 再到后 IPO”，完整的 IPO 链才形成直接融资。IPO 的成功与否不仅仅体现在新股是否发行出去，更重要的是投资者是否能够成功回收。当一种制度设计无法做到这一点或者不朝着这个目标去实现时，整个制度设计是失败的。

2. IPO 交易模型

（1）两次配置交易模型

在资金资源配置中，我们主要研究 IPO 代表的配置。按照前面讲述的交易模型，IPO 的交易模型可以表示为：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

企业（发行股票）+《配置机制》+投资者（购买股票）交易模型（4）

由于 IPO 属于资金资源配置，需要二次配置机制，所以完整的 IPO 交易模型包括如下两个表达式：

“企业（发行股票）+《一次配置机制》+投资者（购买股票）

投资者（买入股票）+《二次配置机制》+投资者（卖出股票）” 交易模型（5）

注意到交易模型（5）中，二次配置时，投资者卖出股票完成一次完整的资金资源配置，由于承接方已经不是企业而是其他投资者（与企业无直接关系），所以表达式中对应的是投资者买入股票。

在交易模型（5）中，不论是《一次配置机制》还是《二次配置机制》均可以是计划方式或市场方式，从而可以派生出四种不同的组合。

简单起见，将交易模型（5）中的第一个表达式称为“前 IPO 机制”，即“前 IPO 机制”=“企业（发行股票）+《一次配置机制》+投资者（购买股票）”。

将交易模型（5）中的第二个表达式称为“后 IPO 机制”，即

“后 IPO 机制”=“投资者（买入股票）+《二次配置机制》+投资者（卖出股票）”。

所以，交易模型（5）的变换模型为交易模型（6）：

前 IPO 机制

后 IPO 机制　　　　　交易模型（6）

前 IPO 机制从企业准备 IPO 开始（如进行股份制改制等）到新股发行成功即 IPO 成功；后 IPO 机制代表投资者参与 IPO 投资后，一直到通过某种方式将股票卖出。IPO 实现的资金资源配置包括从前 IPO 到后 IPO

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

整个过程。

(2) 四种组合的交易模型

正常情况下，IPO 是市场经济的产物，不应该有计划方式的 IPO，如同市场不应该有计划方式的市场一样。但在我国计划经济时期，人们仍然到市场上买卖商品，由于价格是行政指令制定的，所以那种市场可以认为是计划方式市场。按照这样理解，那么 IPO 对应的交易模型（5）可以有四种组合。即“前 IPO 机制”与“后 IPO 机制”均可采用计划方式或市场方式实现。一般情况下，“前 IPO 机制”对应的就是直接融资市场，完成资金资源的第一次配置，而“后 IPO 机制”对应的就是股票市场，让投资者退出实现第二次配置。如果对直接融资市场采取某种行政指令干预，那么就是计划方式的“前 IPO 机制”；如果类似计划经济时期的市场交易，那么作为“后 IPO 机制”的股票市场也可以是计划方式的股票市场。当然我国目前股票市场还不是行政指令制定价格，但由于限制了企业上市的自由，即控制了卖方数量，显然就会影响股票市场的价格。所以说我国股票市场还不是完全市场方式的市场，只是市场方式的因素较多。

从而形成如下四种组合：

（1）计划方式的“前 IPO 机制”和计划方式的“后 IPO 机制”

（2）计划方式的“前 IPO 机制”和市场方式的“后 IPO 机制”

（3）市场方式的“前 IPO 机制”和计划方式的“后 IPO 机制”

（4）市场方式的“前 IPO 机制”和市场方式的“后 IPO 机制”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3. 市场方式前 IPO 机制

在四种组合中，后 IPO 机制的市场方式比较容易理解，即以市场化股票市场为核心，后 IPO 机制的计划方式一般不会出现。前 IPO 机制的计划方式也比较容易懂，因为我们现在采用的就是计划方式前 IPO 机制。然而难点在于什么是市场方式前 IPO 机制，这是我们解决问题的关键。

简单地说，要将计划方式前 IPO 机制改为市场方式前 IPO 机制，第一步是放弃计划方式前 IPO 机制，第二步是创建市场方式前 IPO 机制。显然第一步放弃计划方式前 IPO 机制就是将《核准制》转变为《注册制》，注册制打破了实现从计划方式向市场方式变革的障碍，如果没有注册制就没有市场方式前 IPO 机制的启动。然而必须清醒看到，注册制改革并没有形成市场机制。我们需要的是完成第二步创建市场方式前 IPO 机制，这是问题的关键。

什么是市场方式前 IPO 机制，在有关直接融资市场的章节中我们已经做了论述。简单地说，市场方式前 IPO 机制可以用如下交易模型表示：

企业（发行股票）+《以投资银行为代表的市场机制》+ 投资者（购买股票）　　交易模型（7）

需要强调的是，不论是《核准制》还是《注册制》，或者普通商品市场包括股票市场，基本上都可以在短期内完成，即一天可以实现变革。然而交易模型（7）中的《以投资银行为代表的市场机制》却不是短期内可以实现的。今天我们能看到的国际著名投资银行，如高盛、美林等，基本上都有百年的历史，说明他们在市场方式前 IPO 机制中已经经过了百年的历练。从而看出，《以投资银行为代表的市场机制》需要较长时间

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

才能形成。如同著名的外科医生、优秀的足球运动员，短时间内不可能培育出来。

四、我国 IPO 配置方式

1. 计划方式前 IPO 机制

我国目前 IPO 采用的是“核准制”，即“前 IPO 机制”表达式呈现如下形式：

前 IPO 机制 = 企业（发行股票）+《核准制》+ 投资者（购买股票）

由于采用的是《核准制》，所以目前我国 IPO 配置方式是“计划方式前 IPO 机制”。并且我国采用的是“上市融资”策略，上市的这个市就是股票市场，所以相当于我国股票市场又是直接融资市场，当然是计划方式的直接融资市场。当一个企业需要融资时，摆在企业面前的自有两条路，要么找商业银行贷款，称为间接融资；要么只能申请上市融资，申请上市实际上就是申请发审委的审批，目前上市融资对大部分企业来说犹如望梅止渴，难以实现，这就是计划方式的前 IPO 机制带来的问题。

2. 准市场的后 IPO 机制

当投资者购买股票完成投资后，必须实现退出才算最终资金资源配置完成。由于我国法律法规严格控制股份制公司的股票转让方式，我国股份制公司只能通过沪深证券交易所即通过上股票市场实现股票转让退出，即便你不融资也是如此。所以我国的后 IPO 机制就是沪深两个证券交易所代表的股票市场，通过股票市场完成投资后的退出。我国股票市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

场相对来说市场化程度高些，因为任何普通百姓都可以申请股东账户买卖股票。但是由于我国股票市场限制股份制公司上市交易，加上股票市场的制度设计不完善，从而使得我国股票市场又不完全是市场化的，所以称为准市场方式的后 IPO 机制。当然还是认为市场因素偏多，所以，我国的后 IPO 机制为：

后 IPO 机制 = 投资者（购买股票）+《中国股票市场》+ 投资者（购买股票）

尽管我国股票市场还存在很多需要完善之处，相比较前 IPO 机制来说市场化程度还是高很多，所以定义我国 IPO 配置方式是“市场方式后 IPO 机制”。

从上述分析我们获得如下结论，我国目前对 IPO 配置采用的是“计划方式前 IPO 机制”+“市场方式后 IPO 机制”。

3. IPO 问题根源及危害

前面我们谈到，在计划配置与市场配置两种方式中，实际上不存在绝对的优劣问题。不同的环境下适用不同配置方式。例如，企业内部均采用的是计划配置方式，企业正是利用计划配置实现了一个国家财富的创造，但是在整个国家范围内就不适合全部采用市场方式。不难分析出，在一个体系内不论采用计划方式还是市场方式，也许存在效率问题，但是不会出现混乱。如同一个肉菜市场，大家都用公斤称或市斤称，那么就不会出现问题。反之如果同时用公斤称和市斤称，显然就会出现混乱。

IPO 资金资源配置是通过二次配置完成的，所以，前 IPO 机制 + 后 IPO 机制才是实现整个直接融资过程。也就是说，前 IPO 机制 + 后 IPO

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

机制是一个完整的体系。当这个体系均采用计划方式或者市场方式时，可能出现配置效率问题，但至少不会出现混乱。为什么我国多年来 IPO 问题众生呢？前面我们已经给出了我国 IPO 配置方式是“计划方式前 IPO 机制 + 市场方式后 IPO 机制”，如同肉菜市场上公斤称与市斤称混用，这就是我国长期 IPO 问题的根源。

IPO 问题会给我国经济社会带来一些不好的影响。首先在资源配置方面，党的十八大强调使市场在资源配置中起决定性作用。如果我国 IPO 一直采用计划方式，就会离市场配置目标越来越远。一个国家的资金资源是宝贵资源、重要资源，更是稀缺资源，唯有采用市场方式下的 IPO 才能真正实现对资金资源的有效配置。其次，股份制是市场经济的重要组成部分。股份制主要包括股份制公司和股票市场两大部分，股份制的基本要求是要给所有股份制公司提供退出渠道。最后，市场经济的重要环节是通过价格竞争引导生产与消费。价格形成机制或者说价格信号对资源配置起到了至关重要的作用，错误的价格信号必然产生错误的资源配置。计划经济与市场经济的重要区别之一是产生价格信号的机制不同，计划经济体制下，价格是行政指令形成，相当于资源配置是依靠行政指令实现的配置。尽管其效率低下，但是当整个经济体系都在同一价格形成体系下运行时，并不会出现重大事件。两个价格体系就会出现矛盾现象。

计划方式的价格体系与市场方式的价格体系可以认为是两个完全不同的价格体系，两者的价值理论基础都不同。计划方式的价格体系建立在劳动价值论上，认为代表价值的价格是凝聚在商品上的；市场方式的价格体系建立在效用价值论上，认为代表价值的价格是市场成千上万人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

竞争结果决定的。当在一个价值体系下认定商品价值和按照此价值进行交换时，并不会产生多大的价值冲突。反之，当一个价值体系下认定的商品价值放到另外一个价值体系中去交换时，必然产生巨大的价值冲突。如同公斤称与市斤称的混用，不出现巨大分歧才是不正常的。

计划方式下形成的 IPO 价格，然后放到一个相对自由竞争的股票市场上，如同把一个市斤定价的商品放到一个按照公斤称重交易的市场，或者是把一个公斤定价的商品放到一个按照市斤称重交易的市场，结果可想而知。

IPO 发行价格可以认为是官员加专业机构形成的价格，当这些计划方式形成的价格放到所谓的中国股票市场上时就发现，产生了巨大的冲突。不论证监会进行了多少次 IPO 发行到上市的改革，价格巨大冲突依然不断。

(1) 导致我国没有直接融资市场

间接融资市场与直接融资市场是市场经济下实现资金资源配置的两条血脉。以 IPO 为代表的直接融资方式一旦被计划方式所替代，意味着我国没有直接融资市场，相当于企业融资的两条血脉断了其中一条。这就是为什么我国企业融资格外难的原因。

(2) 危及国家金融安全

相比较直接融资，间接融资存在风险集中、运行成本高等特点。所以国际上的规范做法是尽可能不让间接融资比例过高，例如将间接融资比例控制在 50% 之下。美国大力发展直接融资市场，从而使得间接融资比例只有 20%，直接融资市场比例高达 80%，而我国间接融资与直接融资比例刚好倒挂。显然，这种倒挂必然危及国家金融安全。为了避免金融

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

风险的发生，唯有加大对间接融资的监管，包括采取各种预防措施，无形中又增大了间接融资的运行成本。

五、解决策略

1. 方向比推动重要

长期困扰我国经济运行的问题到了应该彻底解决的时候了，然而我们已经进行了五次大的新股发行制度改革并且都未能成功。如今人们热议 IPO 注册制改革，似乎把所有希望都寄托在 IPO 注册制改革上，期待注册制是一剂灵丹妙药，能彻底解决困扰我国多年的问题。但是良好的愿望必须与现实客观规律相符合才能奏效，否则会重蹈覆辙。

人们常说正确的决策来源于正确的分析判断，判断一旦发生错误一切努力都白费。如同医生如果不能对症下药，耗费再多的药只能给病人带来更大的伤害。我们的目标是要实现市场方式的前 IPO 机制，然而 IPO 注册制改革是否就实现了市场方式的前 IPO 机制呢？这是值得我们深入探讨的问题。

人们推崇注册制的原因是推崇市场经济（市场方式），因为改革开放以来我们已经深深感受到了市场方式配置资源的有效性和创造的奇迹。如果像人们理解的 IPO 注册制改革就是市场方式配置资金资源，那么我们推崇注册制是对的。下面我们将分析指出，IPO 注册制是实现 IPO 市场方式的入场券，必经之路，但是 IPO 注册制不是 IPO 市场方式。如果看不到这一点，必将造成 IPO 市场方式改革的再次失败。

我们的目标是要将我国现行的“计划方式前 IPO 机制”变革为“市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

场方式前 IPO 机制”，同时进一步优化现有“市场方式后 IPO 机制”。前面我们已经讨论过了市场方式前 IPO 机制就是排除计划方式后能够实现企业 IPO 的机制。

试图用 IPO 注册制改革来解决问题，单纯看 IPO 注册制改革是否朝着市场化方向迈进很难看出问题在哪，需要借助前面定义的交易模型来分析。显然，IPO 注册制改革是要用《注册制》替代《核准制》，而《核准制》出现在“前 IPO 机制”中，即：前 IPO 机制 = 企业（发行股票）+《核准制》+ 投资者（购买股票），如今要改革为：前 IPO 机制 = 企业（发行股票）+《注册制》+ 投资者（购买股票）。

从上述两个交易模型对比看出，IPO 注册制改革解决了从《核准制》到《注册制》的变革。不难发现，上述两个交易模型属于前 IPO 机制，这种变革并没有建立起市场方式的前 IPO 机制，而只是将计划方式的前 IPO 机制从一种《核准制》计划方式转变为《注册制》另外一种计划方式。尽管这种变革是必要的，因为建立市场方式的前 IPO 机制必须以《注册制》改革为基础，但是如果没有建立起市场方式的前 IPO 机制，仅仅依赖《注册制》改革必然产生一系列问题。

2. 片面带来风险

片面的 IPO 注册制改革，必然带来风险。通过交易模型看出，当我们完成注册制改革之后，获得的是“企业（发行股票）+《注册制》+ 投资者（购买股票）”这样一个前 IPO 机制。这个机制仍然是计划方式，从这个交易模型中不难分析出将产生如下风险：

风险一：《配置机制》真空

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在交易模型（1）中，我们就指出了《配置机制》是建立在从企业到投资者之间的一种必不可少的联系机制。如果没有这种机制，IPO 无法实现，即企业发行的股票销售不出去。注册制之前我们采用的是核准制，其本质是利用政府信用帮助企业实现融资，即股票可以发行出去。当核准制改为注册制时，最大的一个改变是政府不再为企业发行股票背书。显然，如果没有一种新的机制替代原有机制，那么《配置机制》相当于没有作用。如果我们需要建立市场方式的前 IPO 机制，那么必须是建立以投资银行为代表的机制。关键问题在于，不同于开放市场，短期内可以见效，按照国际上投资银行机制形成的规律来看，投资银行不是短期内可以建立起来的。所以说，从《核准制》到《注册制》改革，不存在一个过渡期，改革是即刻完成的。但是市场方式的前 IPO 机制是以投资银行为代表的机制，这个机制只能从《注册制》后才开始起步，同时还得有一个培育期，这个培育期可能要长达十年以上。所以说，我国 IPO 改革面临一个危险的真空期。

风险二：无序的 IPO

IPO 是否成功，主要取决于“前 IPO 机制”中的《配置机制》。没有这个《配置机制》不可能有 IPO 的实现；没有《配置机制》的有效控制，就没有有序的 IPO。什么是有效控制呢？就是指对 IPO 三要素的控制：（1）IPO 企业标准（符合什么条件的企业可以进行 IPO）；（2）IPO 企业的总数量（每年应该有多少家企业进行 IPO）；（3）IPO 总量控制。[①] 其中（2）与（3）是相关的。有序的 IPO 是指对上述三要素有效控制下进行的 IPO，这种有效控制实际上就是一种配置，同样存在计划方式与市

① 每年 IPO 融资金额的总量。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

场方式之分。

过去我们一直采用的是计划方式进行有效控制，主要由发审委控制三要素，特殊时期采用的 IPO 暂停等也属于用计划方式配置。计划方式控制对应的就是《核准制》。一旦转为《注册制》，《注册制》的特点是对这三要素不控制。准确地说是不采用计划方式控制，而要改用市场方式控制。遗憾的是《注册制》不是市场方式控制而仅仅是放弃计划方式控制。如果市场方式的有效控制机制不能及时建立的话，实际上就产生了真空期，即形成无序的 IPO。无序的 IPO 的表现形式就是没有对三要素的控制机制，不论是计划方式还是市场方式。

风险三：无序的 IPO 带来的后患

无序的 IPO 究竟会产生什么后患，至少目前难以预测，我们只能把几种可能出现的情况罗列如下：

（1）前 IPO 机制模型中没有《配置机制》，没有计划的也没有市场的。所以，企业难以实现 IPO，广大习惯于服从政府指令的投资者不再投资 IPO 股票。

（2）由于没有有效《配置机制》，即没有规范的投资银行，从而会出现一些伪投资银行，错误引导投资者，导致金融风险频出。

（3）无序的 IPO 下，市场没有有效衡量企业标准，导致各类企业鱼龙混杂。往往会出现好企业无法 IPO，而烂企业（善于包装）却进行了 IPO。

风险四：证券市场理论缺失

需要很好解决关于直接融资市场与股票市场之间的关系问题，它们到底是一个市场还是两个市场？如果这些理论问题不解决，实际上会严

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

重影响直接融资市场与股票市场。

3. 对策与困难

正确认识是规避风险的保证

建立市场方式的 IPO 是中国证监会每一次 IPO 制度改革努力的目标，也是全国上亿股民的愿望。长达 20 余年时间，为什么五次大的 IPO 改革都没有成功？一方面说明 IPO 市场方式改革的难度，另外一方面我们没有清楚认识到改革的目标。IPO 市场方式改革属于制度改革，毕竟不会像技术创新那么复杂，关键点在于我们要看清楚改革的方向和目标。需要从理论上认识清楚：（1）直接融资市场与股票市场是两个不同的市场；（2）《注册制》只是实现市场方式 IPO 的入场券，必须清楚我们的目标不是注册制，我们需要的是市场方式的《配置方式》。我们的顶层设计者只有将这两个理论问题解决后，方可朝着市场方式 IPO 迈进。解决好这两个理论问题不代表我们就能成功实现市场方式 IPO，但是不解决好这两个理论问题，我们一定解决不了问题，过去的历史已经证明了这一点。

面临的困难

当我们从理论上解决了 IPO 改革的方向和目标后，就会清楚认识到 IPO 改革需要实现两个步骤：（1）完成注册制改革。这个步骤可以在一天之内完成，注意到也只能在一天内完成。如果说有过渡方案，说明仍然不是注册制改革；（2）建立市场方式的《配置机制》。也就是说，需要在交易模型中，主要是前 IPO 机制，建立市场方式的前 IPO 机制，主要以投资银行为代表的 IPO 机制。注意到不同于注册制改革一天可以完成，也必须一天完成，以投资银行为代表的市场化的 IPO《配置机制》的建

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

立必须有一个可能长达数年的时间。如同一个优秀的外科医生、著名的足球球星，都不是短时间内可以培养出来的，必须是成千上万人经受时间的历练，最终少数人脱颖而出。

所以我们看到，从《核准制》改为《注册制》的时间很短，一长改革就不算开始，但是从《投资银行为代表的市场机制》要替代《核准制》却需要一个漫长的时间。我们面临的困难就是如何解决这个真空期？改革必须要付出代价，关键问题是如何让这种代价成本最低。

如同我国现在的足球水平太低，需要从娃娃抓起。那么从 8 岁娃娃培育到其成年 18 岁挑起中国足球大梁显然需要长达十年时间，这十年就是我国足球事业的真空期，不可能拔苗助长。投资银行家的培养时间不应该短于足球运动员，所以，我国一定存在十年以上的投资银行真空期。国外投资银行历练的时间长达百年，十年不算长。

我们的选择

理论上解决了理解 IPO 改革方向和目标后，认清楚我们面临的困难是必定存在一个真空期，而这个真空期是所有其它市场化改革不曾出现过的。

在这种情况下做出我们的选择：

选择一：加快投资银行的培育

由于过去 20 多年我国没有市场方式的 IPO，所以我国没有投资银行。尽管我国证券公司都设有投资银行部，事实上做的都不是投资银行业务。而投资银行是实现市场方式 IPO 的关键，所以必须加快我国投资银行的培育。

解决的办法主要包括：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（1）需要对现有证券公司进行改造，通过政策引导，促进其尽快成长为合格的投资银行；

（2）不能局限于现有的证券公司队伍，可以大量扩张。美国有 500 多家证券公司，尽管著名的投资银行屈指可数，但是大量从事证券业务的证券公司是投资银行家的摇篮。我国应该发展 500 家到 1000 家证券公司，以加快投资银行的建设；

（3）最快捷的办法是与国际著名投资银行组建证券公司，从事市场化的投资银行业务。过去我们已经有这样的合作案例，但那时没有市场化的投资银行业务，如今的合作已不是过去的概念。

选择二：进行区域试点

IPO 注册制改革，我们面临的困难是不可能不一次性改革完毕，否则不是注册制改革，但是又无法解决真空期可能带来的混乱问题。按照我国改革开放成功经验之一是先试点再推广。可以选择少数地区进行试点，基本方法是建立一个区域的直接融资市场和配套的区域股票市场。实行完全的《注册制》，同时开始让投资银行进行历练。建立必要的补偿基金，弥补可能造成的损失。引入国际投资银行参与试点。

选择三：延缓大面积注册制[①]

在区域试点尚未成功之前，我国难以有市场化投资银行能够替代我们已经实行了 20 多年的审批制、核准制，在这种情况下，一方面进行区域性试点，尽快建立起投资银行队伍，另外一方面应该延缓大面积注册制的推广，避免真空期带来的混乱。

---

① 本书出版期间，注册制改革已延缓。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附件 6-1：我国 IPO 九次暂停九次重启[①]

一、IPO 九次暂停重启回顾

1. 历史上九次暂停 IPO

据统计在 A 股历史上，共有 9 次暂停 IPO 后的 9 次重启（也有称 8 次暂停、7 次重启，主要是 2001 年 7 月重启后同年 11 月又暂停，期间发行新股甚少，所以市场统计分析有一定误差），对市场造成一定程度的影响。

第一次：1994 年 7 月 -1994 年 12 月，空窗期：5 个月；

第二次：1995 年 1 月 -1995 年 6 月，空窗期：5 个月；

第三次：1995 年 7 月 -1996 年 1 月，空窗期：6 个月；

第四次：2001 年 7 月 -2001 年 11 月，空窗期：3 个月；

第五次：2004 年 8 月 -2005 年 1 月，空窗期：5 个月；

第六次：2005 年 5 月 -2006 年 6 月，空窗期：1 年；

第七次：2008 年 12 月 -2009 年 6 月，空窗期：8 个月；

第八次：2012 年 10 月 -2014 年 1 月，空窗期：15 个月。

第 9 次：2015 年 7 月 -2015 年 11 月，空窗期：4 个月

2. IPO 暂停重启对市场的影响

新股发行一级市场和交易二级市场本身就是一种相互依存的关系，A 股市场中新股的发行影响市场资金供需，继而对二级市场大盘有一定影

① 凤凰财经："盘点历史上 9 次 IPO 暂停，历次重启后股市怎么走？"。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

响。从历史统计结果来看，但就新股发行单一因素对二级市场的影响幅度相对有限，并没有改变大盘的总体走势，但往往成为市场上涨或下跌的加速剂。

(1) 第一次暂停：大幅上涨

暂停 IPO 时间：1994 年 7 月 21 日 -1994 年 12 月 7 日。1994 年 7 月 20 日粤宏远 A 发行后，一直到当年 12 月 8 日，中炬高新发行，新股暂停发行约 5 个月。

此次暂停共 98 个交易日，期间大盘经过一轮俯冲，从 380 点附近快速探底 325.89 点左右。大约在一周，随后就展开一轮大幅度上涨，至当年 9 月上旬，已经飙升至 1052.94 点（1994 年 9 月 13 日）。此后至 12 月 7 日，又回到了 650 点附近。

暂停期间，上证综指涨幅高达 65.75%，最高涨幅达到 223.10%。

(2) 第一次重启：延续下跌

1994 年 12 月新股发行重新启动后，大盘继续探底，并在次年的 1 月 19 日达到前期下探至 571.36。期间最大跌幅达到 17.82%

(3) 第二次暂停：N 字上涨

暂停 IPO 时间：1995 年 1 月 19 日 -1995 年 6 月 9 日。1995 年 1 月 18 日，仪征化纤招股后，到当年 6 月 12 日，创业环保招股，期间新股暂停发行时间约 5 个月。

期间大盘曾走出一波大幅度上涨行情，从 524.42 点（1995 年 2 月 7 日）起上涨，到当年 5 月涨到最高的 926.41 点（1995 年 5 月 22 日），随后展开回调。

此次暂停共 96 个交易日。暂停期间，上证综指上涨幅度达到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

18.36%，最高涨幅达到76.65%。

(4) 第二次重启：小幅下跌

1995年6月重启新股发行后，6月12日大盘已经跌破700点，至7月初，大盘已经跌至610.33点（1995年7月4日），期间最大跌幅为13.92%。

(5) 第三次暂停：n型下跌

暂停IPO时间：1995年7月5日-1996年1月3日。1995年7月4日东方电气公开发行后的随后一段时间内，只有洛阳玻璃、东北电气两家新股发行，到1996年1月4日，黔轮胎招股。

此次暂停共128个交易日，尽管1995年9月12日达到阶段高点792.54，之后回落至530.79（1996年1月3日）。期间上证指数跌幅为12.60%，最高涨幅为22.03%。

(6) 第三次重启：大幅上涨

1996年1月3日重启后，1月19日探底512.83点后，一路上行，展开一轮大牛市，在当年年底飙升至1258.69点，并于2001年6月14日达到2245.44高点，期间最大涨幅达到257.02%。

(7) 第四次暂停：单边下跌

暂停IPO时间：2001年7月31日-2001年11月2日。

由于此轮暂停前后新股波动较小。暂停期间，市场单边下跌13.57%，并于2001年10月22日达到1514.86低点，下跌幅度达到31.41%。

(8) 第四次重启：震荡下跌

2001年11月2日后，市场经历三年的震荡期，并于2003年11月13日达到1307.40低点。本轮IPO启动期间内，市场震荡下行，跌幅达

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到 21.86%。

(9) 第五次暂停：延续小幅下跌

暂停 IPO 时间:2004 年 8 月 26 日 -2005 年 1 月 23 日共 101 个交易日。自双鹭药业发行之后，新股发行再度暂停，到 2005 年 1 月，华电国际的发行宣告 IPO 重新启动。

暂停期间，虽然也出现了多次的反弹，但是下降趋势十分明显，市场再度创出新低，于 2005 年 1 月 21 日达到低点 1189.21。期间最大跌幅达到 25.82%。

(10) 第五次重启：延续单边下跌

2005 年 1 月 23 日后，新股恢复发行。期间大盘延续单边下跌趋势，跌幅达到 13.15%，并于 2005 年 5 月 24 日达到 1057.54 低点。

(11) 第六次暂停：大幅上涨

暂停 IPO 时间:2005 年 5 月 25 日 -2006 年 6 月 2 日,共 264 个交易日。这是 A 股历史上,新股发行暂停时间最长的一次,因为股改影响范围很广,新股发行暂停了一年。

本轮暂停期间，上证综指一路上涨，于 2006 年 6 月 2 日达到阶段高点 1695.58，上涨幅度达到 55.46%，最高幅度达到 69.86%。

(12) 第六次重启：大涨大跌

2006 年 6 月 5 日，新老划断第一股中工国际招股，虽然导致了短期市场的回落，大盘从 1700 点附近最低回落到 1512.52 点，但随后很快就创出新高,此后更是一路上涨到 6124.04 点 (2007 年 10 月 16 日)。随后，全球股市暴跌，至 2008 年 12 月 6 日新一次暂停时，上证综指已经跌至 1800 点附近。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(13) 第七次暂停：大幅上涨

暂停 IPO 时间：2008 年 9 月 16 日 -2009 年 6 月 29 日。第七次暂停 IPO 发生在金融危机全面爆发之际，为期 9 个月，共 189 个交易日

2008 年 9 月 25 日华昌化工 4080 万股 A 股登陆深市中小板，当天大盘见顶 2333.28 点后涨 3.64% 收报 2297.50 点，2009 年 6 月 29 日达到 2976.92，最高涨幅达到 64.04%。

(14) 第七次重启：大幅下跌

尽管本轮重启周，大盘延续上涨趋势，到 2009 年 8 月 4 日达到 3478.01 高点，但此后持续三年的震荡下跌，到 2012 年 12 月达到 1949.46 的低点。重启期间，市场下跌幅度超过 30%。

(15) 第八次暂停：探底反弹

自 2012 年 10 月新股停发，市场探底至 1949.46(2012 年 12 月 4 日)，随后反弹至 2444.80(2013 年 2 月 18 日)，期间最高涨幅达到 25.41%。

(16) 第八次重启：探底反转

2014 年 1 月 IPO 重启以来，沪指震荡走低后，一度创出 1974 的调整新低，随后大幅上涨，一路走高，开启一波罕见的牛市行情。沪指最高到 5178 点。

(17) 第九次暂停：震荡下跌

2015 年 7 月 4 日，证监会暂缓 IPO 发行，沪指震荡下跌，一度跌破 3000 点。

(18) 第九次重启

2015 年 11 月 6 日，证监会宣布将重启新股发行，并进一步完善新股发行制度。证监会决定先按现行制度恢复前期暂缓发行的 28 家公司中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

已经进入缴款程序的 10 家公司新股发行。剩余 18 家公司将在年底前分批发行。同时，证监会将恢复新股发行审核会议，合理安排审核进度。

总体来看，新股重启对于上证指数的影响偏于负面，但影响有限；IPO 暂停则偏于正面。历史上 8 次暂停中，市场大多迎来较大幅度上涨，仅有 1995 年 7 月、2001 年 7 月和 2004 年 8 月略有下跌，下跌幅度为 15% 以内，而其余几次暂停期间最大上涨幅度大多超过 50%。在 8 次 IPO 重启后，仅有 1996-2001、2006-2008 年，2014 年出现牛市的大幅上涨，其余阶段均为下跌，幅度为 10-20% 左右。IPO 重启或暂停前后，市场大多延续变更之前的趋势，但 IPO 不是市场的拐点标志，但却是历次市场上涨或下跌的加速器。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附件 6-2：证监会《关于进一步推进新股发行体制改革的意见》

贯彻党的十八届三中全会决定中关于“推进股票发行注册制改革”的要求，必须进一步推进新股发行体制改革，厘清和理顺新股发行过程中政府与市场的关系，加快实现监管转型，提高信息披露质量，强化市场约束，促进市场参与各方归位尽责，为实行股票发行注册制奠定良好基础。改革的总体原则是：坚持市场化、法制化取向，综合施策、标本兼治，进一步理顺发行、定价、配售等环节的运行机制，发挥市场决定性作用，加强市场监管，维护市场公平，切实保护投资者特别是中小投资者的合法权益。

1. 推进新股市场化发行机制

进一步提前招股说明书预先披露时点，加强社会监督。发行人招股说明书申报稿正式受理后，即在中国证监会网站披露。

招股说明书预先披露后，发行人相关信息及财务数据不得随意更改。审核过程中，发现发行人申请材料中记载的信息自相矛盾、或就同一事实前后存在不同表述且有实质性差异的，中国证监会将中止审核，并在12个月内不再受理相关保荐代表人推荐的发行申请。发行人、中介机构报送的发行申请文件及相关法律文书涉嫌虚假记载、误导性陈述或重大遗漏的，移交稽查部门查处，被稽查立案的，暂停受理相关中介机构推荐的发行申请；查证属实的，自确认之日起36个月内不再受理该发行人的股票发行申请，并依法追究中介机构及相关当事人责任。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（一）股票发行审核以信息披露为中心。

发行人作为信息披露第一责任人，应当及时向中介机构提供真实、完整、准确的财务会计资料和其它资料，全面配合中介机构开展尽职调查。

保荐机构应当严格履行法定职责，遵守业务规则和行业规范，对发行人的申请文件和信息披露资料进行审慎核查，督导发行人规范运行，对其它中介机构出具的专业意见进行核查，对发行人是否具备持续盈利能力、是否符合法定发行条件做出专业判断，并确保发行人的申请文件和招股说明书等信息披露资料真实、准确、完整、及时。

会计师事务所、律师事务所、资产评估机构等证券服务机构及人员，必须严格履行法定职责，遵照本行业的业务标准和执业规范，对发行人的相关业务资料进行核查验证，确保所出具的相关专业文件真实、准确、完整、及时。

中国证监会发行监管部门和股票发行审核委员会依法对发行申请文件和信息披露内容的合法合规性进行审核，不对发行人的盈利能力和投资价值作出判断。发现申请文件和信息披露内容存在违法违规情形的，严格追究相关当事人的责任。

投资者应当认真阅读发行人公开披露的信息，自主判断企业的投资价值，自主做出投资决策，自行承担股票依法发行后因发行人经营与收益变化导致的风险。

（二）中国证监会自受理证券发行申请文件之日起三个月内，依照法定条件和法定程序作出核准、中止审核、终止审核、不予核准的决定。

（三）发行人首次公开发行新股时，鼓励持股满三年的原有股东将部分老股向投资者转让，增加新上市公司可流通股票的比例。老股转让后，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司实际控制人不得发生变更。老股转让的具体方案应在公司招股说明书和发行公告中公开披露。

发行人应根据募投项目资金需要量合理确定新股发行数量，新股数量不足法定上市条件的，可以通过转让老股增加公开发行股票的数量。新股发行超募的资金，要相应减持老股。

（四）申请首次公开发行股票的在审企业，可申请先行发行公司债。鼓励企业以股债结合的方式融资。

（五）发行人通过发审会并履行会后事项程序后，中国证监会即核准发行，新股发行时点由发行人自主选择。

（六）放宽首次公开发行股票核准文件的有效期至12个月。

发行人自取得核准文件之日起至公开发行前，应参照上市公司定期报告的信息披露要求，及时修改信息披露文件内容，补充财务会计报告相关数据，更新预先披露的招股说明书；期间发生重大会后事项的，发行人应及时向中国证监会报告并提供说明；保荐机构及相关中介机构应持续履行尽职调查义务。发行人发生重大会后事项的，由中国证监会按审核程序决定是否需要重新提交发审会审议。

2. 强化发行人及其控股股东等责任主体的诚信义务

（一）加强对相关责任主体的市场约束

1. 发行人控股股东、持有发行人股份的董事和高级管理人员应在公开募集及上市文件中公开承诺：所持股票在锁定期满后两年内减持的，其减持价格不低于发行价；公司上市后6个月内如公司股票连续20个交易日的收盘价均低于发行价，或者上市后6个月期末收盘价低于发行价，持有公司股票的锁定期限自动延长至少6个月。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2. 发行人及其控股股东、公司董事及高级管理人员应在公开募集及上市文件中提出上市后三年内公司股价低于每股净资产时稳定公司股价的预案，预案应包括启动股价稳定措施的具体条件、可能采取的具体措施等。具体措施可以包括发行人回购公司股票，控股股东、公司董事、高级管理人员增持公司股票等。上述人员在启动股价稳定措施时应提前公告具体实施方案。

3. 发行人及其控股股东应在公开募集及上市文件中公开承诺，发行人招股说明书有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，对判断发行人是否符合法律规定的发行条件构成重大、实质影响的，将依法回购首次公开发行的全部新股，且发行人控股股东将购回已转让的原限售股份。发行人及其控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员等相关责任主体应在公开募集及上市文件中公开承诺：发行人招股说明书有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，致使投资者在证券交易中遭受损失的，将依法赔偿投资者损失。

保荐机构、会计师事务所等证券服务机构应当在公开募集及上市文件中公开承诺：因其为发行人首次公开发行制作、出具的文件有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，给投资者造成损失的，将依法赔偿投资者损失。

提高公司大股东持股意向的透明度。发行人应当在公开募集及上市文件中披露公开发行前持股 5% 以上股东的持股意向及减持意向。持股 5% 以上股东减持时，须提前三个交易日予以公告。

（二）强化对相关责任主体承诺事项的约束。发行人及其控股股东、公司董事及高级管理人员等责任主体作出公开承诺事项的，应同时提出未能履行承诺时的约束措施，并在公开募集及上市文件中披露，接受社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会监督。证券交易所应加强对相关当事人履行公开承诺行为的监督和约束，对不履行承诺的行为及时采取监管措施。

3. 进一步提高新股定价的市场化程度

改革新股发行定价方式。按照《证券法》第三十四条的规定，发行价格由发行人与承销的证券公司自行协商确定。发行人应与承销商协商确定定价方式，并在发行公告中披露。

网下投资者报价后，发行人和主承销商应预先剔除申购总量中报价最高的部分，剔除的申购量不得低于申购总量的10%，然后根据剩余报价及申购情况协商确定发行价格。被剔除的申购份额不得参与网下配售。

公开发行股票数量在4亿股以下的，提供有效报价的投资者应不少于10家，但不得多于20家；公开发行股票数量在4亿股以上的，提供有效报价的投资者应不少于20家，但不得多于40家。网下发行股票筹资总额超过200亿的，提供有效报价的投资者可适当增加，但不得多于60家。有效报价人数不足的，应当中止发行。

发挥个人投资者参与发行定价的作用。发行人和主承销商应当允许符合条件的个人投资者参与网下定价和网下配售。具备承销资格的证券公司应预先制定上述个人投资者需具备的条件，并向社会公告。

强化定价过程的信息披露要求。发行人和主承销商应制作定价过程及结果的信息披露文件并公开披露。在网上申购前，发行人和主承销商应当披露每位网下投资者的详细报价情况，包括投资者名称、申购价格及对应的申购数量，所有网下投资者报价的中位数、加权平均数，以公开募集方式设立的证券投资基金报价的中位数和加权平均数，确定的发行价及对应的市盈率等。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如拟定的发行价格（或发行价格区间上限）的市盈率高于同行业上市公司二级市场平均市盈率的，在网上申购前发行人和主承销商应发布投资风险特别公告，明示该定价可能存在估值过高给投资者带来损失的风险，提醒投资者关注。内容至少应包括：

1. 比较分析发行人与同行业上市公司的差异及对发行定价的影响；提请投资者关注所定价格与网下投资者报价之间存在的差异。

2. 提请投资者关注投资风险，审慎研判发行定价的合理性，理性做出投资决策。

4. 改革新股配售方式

（一）引入主承销商自主配售机制。网下发行的股票，由主承销商在提供有效报价的投资者中自主选择投资者进行配售。发行人应与主承销商协商确定网下配售原则和方式，并在发行公告中披露。承销商应当按照事先公告的配售原则进行配售。

（二）网下配售的股票中至少 40% 应优先向以公开募集方式设立的证券投资基金和由社保基金投资管理人管理的社会保障基金配售。上述投资者有效申购数量不足的，发行人和主承销商可以向其他投资者进行配售。

（三）调整网下配售比例，强化网下报价约束机制。公司股本 4 亿元以下的，网下配售比例不低于本次公开发行股票数量的 60%；公司股本超过 4 亿元的，网下配售比例不低于本次公开发行股票数量的 70%。余下部分向网上投资者发售。既定的网下配售部分认购不足的，应当中止发行，发行人和主承销商不得向网上回拨股票。

（四）调整网下网上回拨机制。网上投资者有效认购倍数在 50 倍以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上但低于 100 倍的，应从网下向网上回拨，回拨比例为本次公开发行股票数量的 20%；网上投资者有效认购倍数在 100 倍以上的，回拨比例为本次公开发行股票数量的 40%。

（五）改进网上配售方式。持有一定数量非限售股份的投资者才能参与网上申购。网上配售应综合考虑投资者持有非限售股份的市值及申购资金量，进行配号、抽签。

证券交易所、证券登记结算公司应制订网上配售的实施细则，规范网上配售行为。发行人、主承销商应根据相关规则制订网上配售具体方案并公告。方案必须明确每位投资者网上申购数量的上限，该上限最高不得超过本次网上初始发行股数的千分之一。

（六）强化股票配售过程的信息披露要求。主承销商和发行人应制作配售程序及结果的信息披露文件并公开披露。发行人和主承销商应当在发行公告中披露投资者参与自主配售的条件、配售原则；自主配售结束后应披露配售结果，包括获得配售的投资者名称、报价、申购数量及配售数额等，主承销商应说明自主配售结果是否符合事先公布的配售原则；对于提供有效报价但未参与申购，或实际申购数量明显少于报价时拟申购数量的投资者，发行人和主承销商应在配售结果中列表公示。

发行人、主承销商、参与网下配售的投资者及相关利益方存在维护公司股票上市后价格稳定的协议或约定的，发行人应在上市公告中予以披露。

5. 加大监管执法力度，切实维护“三公”原则

（一）保荐机构与发行人签订发行上市相关的辅导协议后，应及时在保荐机构网站及发行人注册地证监局网站披露对发行人的辅导工作进展；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

辅导工作结束后，应对辅导过程、内容及效果进行总结并在上述网站披露。

（二）进一步提高信息披露质量。以投资者的决策需要为导向，改进信息披露内容和格式，突出披露重点，强化对发行人主要业务及业务模式、外部市场环境、经营业绩、主要风险因素等对投资者投资决策有重大影响的信息披露要求。使用浅白语言，提高披露信息的可读性，方便广大中小投资者阅读和监督。

（三）在发审会前，中国证监会将对保荐机构、会计师事务所、律师事务所等相关中介机构的工作底稿及尽职履责情况进行抽查。

（四）强化发行监管与稽查执法的联动机制。从申请文件被行政受理时点起，发行人及其董事、监事、高级管理人员及相关中介机构即需要对申请文件的真实性、准确性、完整性承担相应的法律责任。审核中发现涉嫌违法违规重大问题的，立即移交稽查部门介入调查。

（五）强化新股发行的过程监管、行为监管和事后问责。发行人和承销商不得向发行人、发行人董事及高级管理人员、承销商及上述人员的关联方配售股票。发行人和承销商不得采取操纵新股价格、暗箱操作或其它有违公开、公平、公正原则的行为；不得采取劝诱网下投资者抬高报价但不向其配售股票的行为；不得通过自主配售以代持、信托持股等方式向其他相关利益主体输送利益或谋取不正当利益。中国证券业协会应制定自律规则，规范路演推介、投资价值分析报告披露、承销商自主配售等行为，加强行业自律管理。

（六）证券交易所应进一步完善新股上市首日开盘价格形成机制及新股上市初期交易机制，建立以新股发行价为比较基准的上市首日停牌机制，加强对“炒新”行为的约束。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（七）发行人上市后，保荐机构应严格依法履行持续督导职责，督促发行人履行有关上市公司规范运行、信守承诺和信息披露等义务，审阅发行人信息披露文件及发行人向中国证监会、证券交易所提交的其它文件。持续督导期内，保荐机构应按规定公开披露定期跟踪报告；发行人出现重大变故或事件，保荐机构应按规定公开披露临时报告。持续督导期结束后20个工作日内，保荐机构应撰写督导工作报告，在中国证监会指定网站披露，并就督导工作未尽事宜作出安排。持续督导责任落实不到位的，依法追究保荐机构责任。

（八）发行人上市当年营业利润比上年下滑50%以上或上市当年即亏损的，中国证监会将自确认之日起即暂不受理相关保荐机构推荐的发行申请，并移交稽查部门查处。发行人在招股说明书中已经明确具体地提示上述业绩下滑风险、或存在其它法定免责情形的，不在此列。

上市公司涉嫌欺诈上市的，立案查处时即采取措施冻结发行人募集资金专用账户。

（九）进一步加大对发行人信息披露责任和中介机构保荐、承销执业行为的监督执法和自律监管力度。建立和完善中国证监会保荐信用监管系统、中国证券业协会从业人员自律管理系统与证券交易所信息披露系统之间的信息共享和互通互联，方便社会公众参与监督，强化外部声誉和诚信机制的约束功能。发行人及其董事、监事、高级管理人员未能诚实履行信息披露义务、信息披露严重违规、财务造假，或者保荐机构、会计师事务所、律师事务所等相关中介机构未能勤勉尽责的，依法严惩。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本章小结：

* 注册制改革是我国股票市场改革的热点，人们寄希望于用注册制改革解决中国股票市场问题，实际上是错误的。

* IPO 代表股份制公司直接融资，上市代表股份制公司到股票市场上挂牌交易。所以，IPO 与上市是两个不同概念，需要区分 IPO 注册制与上市注册制。

* 过去 20 多年我国 IPO 都是依靠政府背书，而国外 IPO 主要依靠投资银行，如同贷款主要依靠商业银行一样。注意到投资银行不是券商，需要经过一段时间的培育才能产生真正的投资银行。历史证明投资银行需要十年以上时间铸就，那么从政府不为 IPO 背书到真正投资银行创建，中间有一个真空期，这是我们必须考虑的。本章提出了问题但是没有提出解决的办法。

*本书出版期间，注册制改革已延缓，希望本章内容能给改革者有益参考。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第七章

还原市场面目

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第七章 还原市场面目

还原市场面目是指还原中国股票市场和直接融资市场的本来面目。股票市场和直接融资市场对一个国家经济发展来说关系重大。这两个市场功能完全不同，但是关系密切。股票市场是股份制的重要组成部分，而股份制与直接融资密切相关。单个资本数量有限与有效生产所需最低资本额不断提高的矛盾是股份制产生的直接原因，说明股份制、股票市场、直接融资等密切相关。所以，还原股票市场和直接融资市场的本来面目对我国经济发展具有十分重要的意义。还原这两个市场首先要恢复这两个市场的功能或者说让这两个市场的功能回归，进一步按照国际规范对我国股票市场和直接融资市场重新设计。

恢复股票市场功能最重要的一点是解决股票市场经济功能问题，使得股票市场成为我国经济的晴雨表，一个国家的股票市场是否成功的一个主要标志就是该股票市场是否是该国经济的晴雨表。恢复我国直接融资市场功能主要是解决企业直接融资市场化问题，如同企业需要间接融

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资应该找市场化的商业银行一样，企业需要直接融资应该找市场化的投资银行。而我国目前没有投资银行，从现在开始就必须尽快解决这一问题。当这两个市场的主要功能解决之后，接下来就应该从技术层面解决我国股票市场和直接融资市场的顶层设计。

一、经济的晴雨表

1. 错误的怀疑

我国股市从来不与国家经济走势相关，从而引发人们怀疑股市到底是不是经济的晴雨表。我国股票市场是从国外引入的，引入股票市场的同时也引入了股票市场是经济晴雨表的概念。然而，二十多年过去了，人们发现中国股票市场不但不是中国经济的晴雨表，甚至其走势也与中国经济无关。在中国股票市场设立的二十多年间，中国经济一直处于高速增长，但是中国股票市场在某个时间段却“跌跌”不休。从 2001 年到 2005 年期间，中国股票市场几乎跌去了一半。著名经济学家曹凤岐教授曾经评判中国股票市场从 2002 年到 2012 年十年间涨幅为零，而期间的 2006 年到 2007 年却暴涨 5 倍。

股票市场起不到晴雨表的作用，于是有人开始怀疑股票市场是一个国家的经济晴雨表这一结论的正确性。事实上，企业是创造财富的主体，一个国家经济的走势必然与那些决定国家经济命脉的大企业效益相关。而与国家经济命脉相关的大企业往往都是上市公司，这些上市公司的效益影响股票价格从而影响股票市场指数。按照这个逻辑推论，一个国家经济走势应该与股票市场指数走势一致。由于投资需要有一定的预见性，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所以往往股票市场指数的走势会先于国家经济走势。这就是股票市场是经济晴雨表的一般原理。

2、不是经济晴雨表的情况

是否有可能股票市场指数走势与国家经济走势不一致呢？如果以下情况发生，那么确有可能股票市场不是经济的晴雨表。

（1）优质企业不是上市公司

如果一个国家与国家经济命脉密切相关的优质大企业都不是上市公司，那么上市公司都是小公司，或者业绩不好的公司，那么国家经济走势确实可以与股票市场走势无关。这种情况往往是不可能发生的，因为股票市场作为直接融资的退出渠道，起到帮助直接融资的作用。任何一个国家、任何一位普通投资者，都希望对优质企业进行投资，所以在股票市场上特别是主板市场上交易的必定是优质大企业，而优质大企业在影响国家经济的同时必定影响股票市场价格指数。我国目前主板上市公司基本上都是与国家经济命脉相关的优质大企业，所以股票市场指数与国家经济走势不相关理论上是行不通的。

（2）主导国家经济的国有企业不上市

如果一个国家经济主要依靠国有企业支撑，而国有企业本身就是一种全民企业，它可以通过非市场化方式募集资金，所以也不必上市实现股东退出。而少量通过社会募集资金的企业成为上市公司，这时的股票市场指数走势可能会与国家经济走势不一致。目前这种情况在我国也不存在，国有企业基本都成为股份制公司，并且大部分都是上市公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（3）另样股票市场

当上述两种情况都不存在时，股票市场不是经济的晴雨表只能有一种解释，这不是一个正常的市场，是一个被扭曲了的市场。因为股票市场指数是受到上市公司股价影响的，股票市场指数不能反映国家经济走势的推论是股票市场价格不能反映上市公司的价格。不论是高还是低，说明市场的价格与公司实际价格严重背离。这种情况在一个短周期内可能会出现，但是在一个长周期内出现就不正常了。

所以，还原股票市场本来面目的第一个目标是必须还原股票市场作为经济的晴雨表。具体来说，必须找出影响股票市场价格的非市场因素。

事实上，还原股票市场作为经济的晴雨表是一个宏观目标，或者说抽象目标，要达到这一目标必须找出影响股票市场形成正确价格的因素。这个因素也许是一个也许是多个，在问题没有解决之前我们都不知道，至少需要从已经知道的那些因素做起。

二、还原股市功能

1. 不可撼动的股市功能

真正的股票市场是股份制的配套机制。站在市场的角度，它与普通商品市场没有本质区别，控制风险遵循的都是一手交钱一手交货的银货对付原则。如果说有点区别那只是由于标的物不同而产生的一些小区别，如股票作为商品不需要较大的仓储、交割等成本。站在股份制角度，股票市场是为股份制的募集资金提供退出渠道。所以，真正的股票市场应该不包括融资功能，具有如下基本功能：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（1）股票交易功能

股票市场和任何普通商品市场一样，实现的是商品交易，只不过股票市场上的商品是股票而已。股票市场的卖出，代表的是对前期投入的退出，获取回报，回报可以是盈利或亏损。我们强调股票市场是股份制的配套机制是因为股份制实现募集社会资金，属于投入，必须要有一个机制实现退出，这就是股票市场。除此之外，人们在股票市场上买入股票（不是募集新股），由于股票的使用价值是投资增值，人们期望通过购买股票实现资本增值，从而产生了股票交易的投资功能。实际上很多商品买入都有投资功能，特别是买入生产资料等非终端商品，买入都是投资。当这些投资形成的商品卖出时，也是实现投资退出功能。例如，买入稻种、租用土地属于投入，最终卖出商品粮属于退出，实现投资回报。总之，股票市场交易股票是市场的基本功能，通过买入卖出交易，实现投资或退出，均为交易股票产生的结果，与融资无关。

（2）定价功能

市场经济下，采用的是效用价值论，每个人都可以给商品定价。成千上万个定价必须通过市场交易形成最终的均衡价格，这个价格才代表商品价值，这就是我们说的成交价。也就是在这个意义上说，凡是市场均有定价功能。并不是唯有股票市场有定价功能，所有商品市场均有定价功能。不同的是股票市场是虚拟市场，股票价格容易被操纵而脱离股票代表的公司股权价值，所以股票市场的规范与否对股票市场是否形成正确定价功能至关重要。

（3）资源配置

市场经济是市场调节下运行的经济。市场经济包括无数个商品市场，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这些商品市场通过竞争、供求、价格等机制引导生产和消费，这就是资源配置。所以，任何市场均有资源配置功能，包括股票市场，当然必须是规范的股票市场才能实现资源有效配置。

（4）辅助融资机制

股票市场是股份制的配套机制，股份制与企业融资密切相关。股票市场实现了股份制融资的退出功能，所以说股票市场是一种辅助融资机制，是帮助股份制实现融资的辅助机制。事实上，辅助功能也是每个市场均存在的。例如，兴旺的服装市场是促进服装生产企业发展的有效机制。亚当•斯密在《国富论》一书中就指出“分工起因于交换能力，分工的程度，因此总要受到交换能力大小的限制，换言之，要受到市场广狭的限制”。分工专业化与生产密切相关。

综上所述，股票市场和普通商品市场一样，其所有功能都源于“交易”功能，具体交易体现在买与卖两个操作上。凡是与买入和卖出相关的衍生功能都可以是市场的功能，反之则不可能是市场功能，或者说不应该理解为市场功能。

2. 创新与另类

我们鼓励创新，但是不能盲目创新，盲目创新就是扭曲。国外教科书描述股票市场均没有融资功能，中国股票市场是从国外搬进来的。股票市场不包括融资功能并非仅仅是一个理论或者简单概念问题，错误概念会给中国股市带来极大的危害。当然股票市场不包括融资功能并不是说股票市场与融资无关，恰恰相反，股票市场不包括融资功能，但是在很大程度上促进了直接融资的实现，甚至说没有股票市场就没有直接融

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资市场的有效发展。

总之，还原股票市场功能的一项主要工作是将企业融资功能从股票市场功能中剥离出去。

三、重构市场

1. 投资银行

（1）投资银行与商业银行

直接融资市场里的投资银行扮演的是间接融资市场里商业银行的角色。间接融资方式下，商业银行以其专业、资金、信用搭建一座企业融资桥梁，使得企业融资变得较为简单，可以说没有商业银行就没有间接融资。同样道理，企业进行直接融资也是一件非常困难的事情，如果没有投资银行就没有企业的直接融资，当然这句话在我国被修正为如果没有股票市场就没有企业的直接融资。由于股票市场依靠政府信用支撑，所以最终可以解读为依靠的是政府的背书。

从专业、资金、信用角度看，投资银行也类似商业银行，拥有很多专业人才，资金实力雄厚，信用度高。投资银行往往由券商组成，一般券商有三大业务，经纪业务、自营业务和投资银行业务。投资银行业务构成了券商作为投资银行的基础，实际上也可以有专门从事投资银行业务即帮助企业融资的投资银行，当然投资银行业务与商业银行业务还是存在大的区别。（1）商业银行是完全替代了广大的储户，相当于企业向银行借债。而投资银行不完全替代广大投资者，只是起到帮助投资决策的作用。后面会分析这种作用的重要性。（2）间接融资是单一银行机制，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而直接融资是综合机制。投资银行只是多个机制中的一个，当然是最重要的一个。

（2）投资银行特点

直接融资模式下，投资银行、股票市场和有限责任实际上是三个推动直接融资的机制。投资银行需要满足如下几点：

专业

企业是一个复杂的组织，既有人才队伍、厂房设备，又有产品和市场、发展前景等等。读懂企业不是一件简单的事情，读懂企业的重要标志之一是能够给企业正确定价，特别是 IPO 定价。由于企业五花八门，各个领域都有，一般百姓根本无法读懂企业。如果投资银行没有足够多的专业人才队伍，很难覆盖全部的企业。如果投资银行没有足够水平的专业人才队伍，很难给出企业正确定价。

正是依靠投资银行的专业，才可能对企业有专业的评价，才能有投资者对投资银行的信任而敢于向陌生的企业投资。表面上看，投资银行的压力不如商业银行大，因为商业银行放贷失败实际上就是银行的直接损失，而投资银行一旦选择企业错误不会像商业银行那样造成直接损失。事实上并非如此，后面我们会分析本质上是一样的，不论商业银行还是投资银行，实际上都是在用身家性命帮助企业完成融资。

资金实力

如果光有人才队伍而没有一定的资金实力，投资银行不可能实现其目标。因为在很多情况下，如果投资银行对自己挖掘的企业不投资，其他的投资者不会相信。特别是那些知名度不高的投资银行，只有通过自己的投资才能引导广大投资者进行投资。所以，作为第三方机构的投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

银行需要有一定的资金实力，否则投资银行业务难以开展。

风险考验和时间历练

读懂企业非常困难，没有高素质的人才队伍，没有经受过市场检验，没有经过一定时间的历练，往往很难成长为优秀的投资银行。国际上那些著名的投资银行都是经历过多次风险考验，在很多投资银行倒下去的同时，在长期市场检验下成长起来的，不存在一夜成名的投资银行。人们有时眼红投资银行的高利润，却很少看到其高风险。在几百年股票市场上能够存活下来的投资银行毕竟是少数，一个好的投资银行也许需要几十年上百年的历练，然而一场金融风险考验在一夜之间就能将其摧毁，2008 年美国金融风暴就几乎将世界几大投资银行消灭。

（3）投资银行与商业银行区别

商业银行与投资银行都在为企业融资服务，但是两者具有本质的区别。假设我们将银行储户和对企业投资的股东都视为投资者，商业银行完全接替了投资者和企业，使得投资者面对的是银行投资，而企业面对的是银行融资。投资者不必考虑企业的破产，只要银行不破产就行，而企业不必考虑投资者的感受，只要满足银行的要求即可。

可以看出，商业银行运营的每一个步骤都与商业银行命运紧密相关。如果商业银行大量吸收储蓄但是放不出去，银行照样得给储户利息，如果商业银行放贷失败，必须自己承担后果。这就是市场，市场是公平的，收益与风险对等。你在市场中希望获得高的收益就必须承担大的风险，不存在没有风险的收益，也不存在不必承担责任的投资。

市场经济下的投资银行也应该如此。投资银行在帮助企业融资，如 IPO 等，或者帮助投资者选择企业时，理论上和商业银行一样，需要接

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

受市场的检验，获取高收益必须要承担高风险。当然投资银行与商业银行运作方式不一样，会形成接受市场检验的方式也不同。当商业银行为其每一项业务担负责任时，人们发现投资银行并不会对其每一笔业务负责任。例如，如果某个投资银行给企业 IPO 定价错误，推荐给广大投资者导致损失，似乎券商不必像商业银行那样立即为此单业务负责任，或者说市场在这一单业务上无法对投资银行形成惩罚。如果市场每一单都不会形成对投资银行的惩罚，那么这个市场就失去了存在的意义。前面谈到市场经济下不存在收益和风险不对称情形。规范的直接融资市场下，市场不会对券商每一单进行检验，但是在一个相对较长的时间范围内，市场必定要做出正确的抉择。事实上，当某个投资银行多次给 IPO 定价失败，给广大投资者造成损失或者多次帮助企业融资失败后，自然就没有投资者或企业再会相信这个投资银行。当人们再也不相信某个投资银行时，尽管这个投资银行还得投入巨额成本培育人才考察企业，久而久之这个投资银行就会被市场所淘汰。相反，某个投资银行多次形成 IPO 正确定价，多次帮助企业实现融资，就会形成良性循环，越来越多的人相信这个投资银行，从而最终形成少数著名券商。

为什么说成熟的资本市场需要时间的检验，很重要一个原因是投资银行不像商业银行，投资银行必须经过时间检验才能向社会证明其合格性，而商业银行只需要向自己证明即可。优秀商业银行需要打败很多同行才能成长起来，优秀的投资银行也是如此，在很多个投资银行倒闭基础上，形成了世界著名的少数投资银行。所以，只有经过市场检验的投资银行才是优秀的投资银行，只有优秀的投资银行才能有效实现融资。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（4）中国投资银行

中国目前有证券公司，又称券商。券商应该包括经纪、自营、投资银行三大业务，由于我国目前的直接融资市场是一个扭曲了的市场，几乎就没有投资银行业务，所以说我国没有投资银行。当然，我国券商都设有投资银行部，主要工作是做材料。真正的 IPO 和上市的权限在发审委，简单起见，可以将目前我国企业 IPO 定义为“券商 + 发审委”方式。实际上券商起的作用是十分有限的，当然少数券商例外，例如曾经辉煌一时的中国国际金融公司（简称中金公司）。中金公司几乎参与了我国航空母舰级公司的 IPO，例如，中石油、中石化、工商银行、建设银行、农业银行、中国建筑、中国重工、中国北车等等。这是一个依靠 IPO 暴发起来的券商，但不是投资银行。随着大型国企 IPO 的结束，替而代之的是大量小型民营科技型企业的 IPO，中金公司业绩急剧下滑。中金公司 2007 年的净利润高达 12.43 亿元，而 2011 年仅剩下 1.39 亿元。这个曾经是中国资本市场上顶级的券商如今却沦为了三流券商，摩根士丹利的退出、总裁的辞职、裁员、降薪、利润大幅下滑，当这些情形集中出现在中金公司身上时，没有人怀疑这家曾经一流的证券公司已经没落。2007-2012 年的 6 年间，中金公司的净利润分别是 12.43 亿元、6.27 亿元、11.45 亿元、9.09 亿元、1.39 亿元和 3.03 亿元。

2. 重构直接融资市场

前面我们已经分析了中国没有直接融资市场，或者说中国的直接融资市场完全被扭曲了。为了解决长期制约我国经济发展的企业融资难和长期危及国家金融安全的间接直接融资比例倒挂等问题，需要尽快建立

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

起国际规范的、市场化的直接融资市场。

类同于间接融资市场以商业银行为主，所以直接融资市场以投资银行为主。目前我国没有投资银行，必须尽快建设投资银行队伍。投资银行可以以目前的证券公司为基础，尽快让全国的证券公司从事真正的投资银行业务，同时可以新建多个从事投资银行业务的公司，特别是吸引民间资本创建投资银行。目前美国有 500 多家从事投资银行业务的公司，中国即便批准设立上千家也不为过。目标是引导社会金融资本流向企业，特别是科技型企业。

直接融资市场的投资银行充当了间接融资市场的商业银行的作用，帮助企业完成融资。假设我们仅考虑发行股票这种直接融资方式，整个直接融资过程是这样的：（1）当企业需要融资时，相当于寻求商业银行帮助一样寻求投资银行的帮助，不同的只是前者是申请贷款后者是申请发行股票融资。（2）当某个投资银行接受企业申请后，注意一个企业可以找多家投资银行，一家投资银行也可以为多家企业服务，对企业进行尽职调查，分析企业情况，与企业协商发行规模，发行股票价格等问题。投资银行有这方面的专业优势。（3）在商谈成功基础上，投资银行在与企业签订委托代理发行合同后，投资银行通过自己或者其它渠道向广大投资者推荐发行。

一旦发行成功，企业就实现了融资。企业的股票能否发行成功，很大程度上取决于投资银行的专业水平和信誉。在市场环境下，发行成功或者不成功都是正常的。发行成功的因素有多个：（1）著名投资银行发行成功概率就高；（2）企业融资项目好、定价合理等；（3）投资银行的是否自行买入，买入数量，拟上市的股票市场等；（4）当时的市场环境。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所以说一个广大企业和投资者都信赖的投资银行不是一天两天能够建立起来的。

总之，市场经济环境下，商业银行与投资银行都是市场竞争的结果，而不应是垄断的产物。商业银行经营不善会破产，投资银行也一样。不同的只是投资银行与商业银行承担的责任，最终被市场淘汰的方式不同而已。商业银行一旦贷款收不回来，商业银行承担全部责任，照样要付利息给储户。投资银行一旦选择企业错误，给股票定价错误，造成投资者损失。尽管投资银行不必承担全部责任，但是多次造成投资者损失后，投资者就不会再选择这个投资银行，最终这个投资银行就会破产，被市场所淘汰。如今我们看到世界上著名的少数几家投资银行，实际上都是经过几十年上百年市场优胜劣汰的结果，大部分经受不住考验的投资银行早就破产了。以上就是与股票市场相关的直接融资市场的运行逻辑。

3. 重构股票市场

股票市场同样是由一组规则组成，其中的银货对付和会员制是一个股票市场最基本的规则，不能改变。

（1）银货对付

银货对付规则就是一手交钱一手交货规则，所以商品交易基本上都采用这种规则。我国证券法第四十二条规定：证券交易采用现货交易。讲的也是采用银货对付规则。

重新建立我国规范的股票市场，首先必须解决银货对付问题。我国目前股票市场上，券商与股民之间的委托代理交易风险控制较好，基本上是先交钱才能下买单而必须先有股票才能下卖单。然而一个股票市场

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的交易规则不是针对券商与股民的，而是针对交易主体即券商。所以必须解决股票市场上交易主体之间交易的银货对付问题，这些问题的解决只能通过股票市场的交易规则完成。

（2）会员制

股票市场的特点是参与人多，交易量大。为了解决交易所直接面对成千上万股民困难和分散风险，大部分国家采用的办法有两个，一是分散市场，二是集中市场下的会员制。一般国家都是这两种办法并用，集中交易下采用会员制后可以有效解决全部股民都集中涌入交易所交易的困境。真正的会员制下，股票市场的交易主体是会员，交易所不能与非会员的普通股民发生业务关系。股票市场的所有交易规则仅仅适用会员，作为股票市场管理者的交易所只能监管会员的交易行为而与普通股民不相关。反之，所有股民都是通过作为会员的券商代理交易，在遵守一定的法律法规前提下，券商与股民签订的是代理服务合约，与交易所交易规则无关，或者说无直接关系。我国目前实行的是一种非规范会员制。

（3）T+n 制度

T+n 制度的含义是 T 日交易后的第 n 日进行银货对付结算。注意到人们在普通商品交易中，也有 T+n 制度。只不过 n 和 T 是同时发生，即交易与结算融为一体。理论上，股票市场上也可以让 n 和 T 同时发生，即交易、股票交割、资金交收三个动作在一瞬间完成。然而按照目前的技术水平还较难以达到，或者说达到了也没有太多必要，因为 T+n 制度中的 n 并不是影响交易的重要因素。目前世界上大部分股票市场的 n 取值都在 1～3 之间。

我国股票市场目前没有实行银货对付制度，所以也就没有执行 T+n

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

制度。或者说我国股票市场上的 T+n 制度是混乱的，股票交割与资金交收脱离。

上述三个交易结算规则是任何一个股票市场必须严格遵守的、能够保证股票市场正常运行的最基本规则。我国股票市场至今没能按照这些规则运行，所以形成了一种扭曲了的市场。

四、股市的运行逻辑

1. 二次交易的过程

普通商品市场交易，往往是通过一次交易完成商品价值的交换，不论是服装交易还是汽车交易均如此。然而在一些特殊的市场环境中，价值交换必须依靠二次包括二次以上的交易才能完成，或者说二次交易才能形成一次完整的价值交换过程。期货市场、融资市场、股票市场均如此。例如在间接融资市场中，储户将钱存入银行，相当于完成了一次交易。而必须把钱取出来，即银行还本付息后，即第二次交易后，整个价值交换过程才算完成。不可能说储户将钱存入银行过程就结束了。同理，银行放贷给企业也是如此，必须是将放出的贷款收回后才能形成一个完整的放贷过程。期货市场也是如此，不论是买入还是卖出期货合约，必须在交割日之前完成反向操作（二次交易）整个交易过程才算结束。如果不进行反向操作那么就必须按照规定进行交割，用交割实现二次交易。直接融资市场也不例外，企业获得投资者的资金转换为债权或股权后，要么还本付息要么分红（分红也算是一次交易），直至企业清盘或者其它情况。站在投资者角度也是如此，不论投资者以 IPO 或者其它形式投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

企业股票后，都相当于完成了第一次交易。抛开分红等外，股东一旦将其股票转让出去，相当于二次交易最终完成整个价值交换过程。

股票市场同样如此，人们在股票市场上购买的是一种特殊商品——股票。人们之所以投资股票是为了实现资本的增值，通过买入股票再卖出股票实现资本利得，所以买入卖出股票才是一个完整的价值交换过程。也许人们会说买入股票不为卖出，而是每年获取分红收益。当然每一次分红都算是一次交易。理论上分析任何企业都是有生命周期的，最终会消亡。即便人们不主动卖出股票，当企业消亡时的清算实际上就是强制股票的卖出。所以，买入卖出股票一定是存在的，只不过买入到卖出的时间间隔长短问题。简单地说，股票市场的买卖交易不同于普通商品市场一次完成，必须通过二次（以上）交易完成。在这个意义上说，不论人们是先买入股票再卖出股票还是先卖出股票再买入股票，交易机理都是一样的。既然交易不可能一次完成，那么买入卖出交易与卖出买入交易性质是一样的。当一个股票市场只有买入卖出而没有卖出买入时，实际上是缺少了一个机制。缺少卖出买入机制的股票市场，首先表现为交易效率低下，最主要的是卖出买入机制起到了遏制投机的作用。因为股票交易毕竟是虚拟票据交易，在没有卖出买入机制下，人们可以恶意做多。在这种情况下，卖出买入机制就可遏制这种投机交易。当然，由于股票交易还是属于现货交易，买入卖出机制是指有货币可以买入股票再卖出，而卖出买入机制需要有股票才能卖出再买入。为了实现卖出买入机制，制度设计上就要求卖出者必须要先有股票，可以采用“借入”股票卖出的形式。目前国际上通行的卖出买入机制都采用先借入股票形式，称为做空交易。而将没有借入股票就卖出的机制称为裸做空交易，一般

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

禁止裸做空交易。

只有充分了解了股票交易是二次交易过程后，人们才真正理解卖出买入交易的重要性和可行性。

2. 分红实现虚实结合

股票市场属于虚拟市场，交易的标的物是虚拟的票据甚至票据都不是而只是个电子符号。所以要保证一个股票市场的正常运行，如同任何虚拟市场一样，必须要有虚实结合的机制。任何一个虚拟市场如果不建立有效的虚实结合机制，这个虚拟就有可能脱离实体而存在，从而沦为赌场。期货市场的虚实结合机制是交割，而股票市场的虚实结合机制是分红。一个上市公司如果能够坚持定期分红，一年甚至一个季度，那么这个上市公司的股价一定离它的股权价值不远。反之，如果一个上市公司长期不分红，没有人能证明其股权价值到底是多少，当其股票价格远离其股权真实价值时，这个公司的股票价格就存在很大的泡沫。

正常情况下，如同商品质量市场管理者不会对其有什么强制的要求一样，由市场对某个企业生产的商品根据质量进行定价。股票市场的监管者一般不会强制要求上市公司分红，应该由市场对上市公司的分红情况给予评判，最终形成对其股票的定价。然而我们分析了我国的股票市场是一个被扭曲了的市场，可以认为市场竞争机制已经对这个市场不起作用，当不分红时就可能导致股票价格完全与真实股权价值背离的情况。

商品交易一般采用现货交易方式，即一手交钱一手交货，反义词是信用交易，可以不一手交钱一手交货。尽管人们常说市场经济需要信用体系支撑，但不代表商品交易可以用信用交易替代现货交易。股票市场

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上人们购买股票，股票代表的是上市公司股权。股票市场上每天交易形成的价格是股票价格，不一定是股权价值。当一个公司的股票价格脱离其股权价值时，这时的股票交易已经失去了其意义，因为交易的不是真实的股权价值。因此，任何虚拟市场均需要建立虚实结合的机制，股票市场的虚实结合机制就是分红制度。

3. 先卖后买

市场是一组制度，每一个制度的产生均有其含义，可能是人们长期经验教训的总结。做空机制是世界上股票市场的通行制度。当人们理解了股票交易是二次交易原理之后，相信对先买后卖，还是先卖后买就不会见怪了。先卖后买是我们说的做空机制。正常股票市场需要先买后卖与先卖后买两个机制同时存在，当只有一个机制时，相当于支撑股票市场的两条腿只变成了一条。跛足的股票市场带来的后果除了效率低下外，更重要的是给予了操纵市场者一个单边操作的空间。

4. 信息披露

股票作为一种特殊商品，其价值不断变动。特别是当上市公司有重大事件发生时，例如重组、突发事件等，会对股票价格发生较大影响，从而形成股票价格的异常波动。正常情况下，股票价格是买卖双方市场竞争的结果，但是作为上市公司必须有责任及时披露重大事件信息，市场监管部门必须监督执行和处罚。特别要打击虚假信息，信息披露事实上是任何商品市场都必须遵守的制度。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

5. 股市与公司

股票市场的主要功能是实现股份制公司的股权退出，是股份制的配套机制，是股份制公司完成募集资金以后的退出渠道。这是股票市场的主要功能，至于股票市场的其它功能都是次要的。

为了方便使用股票市场的机构和个人，股票市场可以按照不同标准设计，即设计成不同上市标准的股票市场。股份制公司上不上我这个股票市场是股份制公司的事情，但是要上我这个股票市场必须符合我这个股票市场的标准，包括现在符合以后不符合了就退出这个市场。一般来说，大部分股份制公司都会选择上市实现退出，因为上市退出较为方便，即交易成本低。但是也不排除少数股份制公司不选择上市退出，至少信息披露不必受到所上的股票市场的规则约束；大部分股份制公司一旦 IPO 后就会选择上市交易，但是也不排除少数股份制公司 IPO 后不立即上市，而是过一段时间需要了再上市；一般来说，大部分股份制公司是 IPO 后才上市，私募一般不上市，但是也不排除没有 IPO 就申请上市。总之，市场经济环境下，一个国家应该设立多个市场化的股票市场，目的是为了方便股份制公司和广大投资者。各个股票市场可以按照盈利情况、股东情况、规模情况、风险情况等等进行分类或分层。在创建了多个股票市场情况后，再由股份制公司选择该到哪个股票市场上市。股票市场与股份制公司的对应情况只是按照这个股票市场标准进行，盈利与否只与股票市场设计的标准相关。如果某个股票市场设计的上市标准是必须盈利，那么要上市的股份制公司就必须符合盈利标准，如果某个股票市场设计的上市标准不要求盈利，那么不盈利的股份制公司也可以上市。我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国存在对股票市场的认识偏差，特别是将股票市场与直接融资市场混为一谈后，似乎将股份制公司的盈利看成其上市的必要条件。视股份制公司盈利为上市必要条件的观点源于对企业的错误理解，将企业看成了一个死的商品。事实上企业是一个价值变动十分大的活的商品，过去盈利不代表将来盈利，今天亏损不代表明天不会暴利。市场交易才能最终决定股份制公司的股票价格，即股份制公司价值。我国制定严格的上市盈利制度，对国外大部分股票市场没有上市公司盈利要求似乎不理解，这些都是计划经济观点的残留。

最重要的股票市场逻辑包括直接融资市场逻辑，是股份制公司、投资银行、投资者三者必须捆绑在一起。当我们将股票市场与直接融资市场分离后，股份制公司能够在以投资银行为第一责任人的直接融资市场获得投资者的青睐募得资金，投资者相信的是投资银行的专业和股份制公司的信用。任何企业经营存在不确定性都是可以理解的，例如，某股份制公司通过投资银行向广大投资者募集了5个亿用于新能源项目投资，正常的经营失败相信股民没有异议。带来的后患是投资者在股票市场上抛售该公司的股票，和对投资银行不再信任。这些都是正常的市场行为。然而不能让人容忍的事情是，明明公司只要5个亿，结果公司募集10个亿，多余的钱就不知道做什么，拿股民的钱乱投资就造成公司亏损。这种超募现象目前在中国比比皆是，却始终难以治理。原因在于我们将股份制公司、投资银行、投资者三者必须捆绑在一起这个重要逻辑破坏了，中国股票市场人为切断了这三者的关系。股票市场（包括融资功能错误理念）一方面切断了投资银行与投资者的关系，原本投资银行必须向投资者负责的如今变更为市场向投资者负责，没人知道谁该负责任。另外

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一方面切断了募得资金的股份制公司与投资者的关系，原本股份制公司获得资金应该感恩投资者的如今变味了，上市融资使得股份制公司认为上了股票市场就有资金，不需要感恩投资者，只需要感恩股票市场。

市场经济是市场调节下运行的经济，市场经济之所以能够实现资源有效配置，主要依靠市场价格机制。所以一个市场的价格信号是衡量市场最重要的指标。市场运行的各项指标实际上是通过价格信号反映出来的，当然并非仅仅简单的价格信号。例如，市场上交易标的物产权不清、假冒伪劣商品、欺行霸市、信息不对称等，均可能导致市场价格的扭曲，所以，价格信号是市场最重要的指标。

市场上经常看到的扭曲价格信号的因素是信息不对称，信息不对称理论最早是美国三位经济学家提出来的。2001 年，瑞典皇家科学院将当年诺贝尔经济学奖授予美国经济学家阿克洛夫等三位经济学家，以表彰他们在市场信息不对称研究中所做出的卓越贡献。瑞典皇家科学院在颁奖公告中提到，20 多年来，市场不对称信息理论在经济学领域已成为一个关键并富有生命力的理论，“信息不完全”已成了研究者不可或缺的研究工具。获奖教授之一阿克洛夫，主要贡献源于他在 1970 年发表的一篇《柠檬市场——质量不确定性和市场机制》（简称《旧车市场》）论文，讲述的是一个旧车市场由于信息不对称导致关闭的故事，“柠檬”在美国俚语中表示次品或质量不好的东西。旧车市场上由于买方不知道旧车的真正价值，只能通过市场上的平均价格来判断平均质量，因此只愿意付出平均价格。在这种情况下，平均价格对提供好车的卖方而言自然就要吃亏，而提供坏车的便受益。于是好车会逐步退出市场，导致旧车市场平均质量下降。由于平均质量下降，于是平均价格也会下降，凡是处于平均价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格以上的好车会逐渐退出市场，最后就只剩下坏车，而好车都被淘汰出市场。久而久之，会导致市场关闭。

普通商品市场上交易的大部分是实物商品，相对来说，人们容易分辨这些物品的品质，少数难以分辨的商品也可以通过建立品牌、国家强制三包政策等加以弥补。所以，普通商品市场信息不对称较少发生。相比之下，股票市场交易的股票就没那么幸运了。股票作为一种虚拟商品，代表的是股份制公司的股权。公司股权具有如下特点：①真实价值难以判断。不像普通商品也许还有参照物，股票代表的公司股权不太容易找到参照物。所以，分红是衡量公司股权价值的最好参照物。②股权价值变动较大。不像死的商品，股票代表的股权价值是随着公司的经营情况而变化的。所以人们常常说买股票是买未来，表达的意思也是股权价值情况由未来确定。从上述分析看出，即便对公司股权信息进行充分披露，即交易双方获得准确的公司信息，买卖股票也存在很大的不确定性，更不必说公司披露信息不准确或者有意制造虚假信息了。尽管对股权价值判断困难，如同普通商品市场一样，股票市场最重要的工作仍然是信息披露。所以，从解决信息不对称问题角度，股票市场最重要的是要解决影响价格的信息披露问题。或者说，衡量股票市场的标准是该股票市场的信息披露情况。

我们经常说股票市场是经济的晴雨表，股票市场能够反映国家经济的走势。既然价格是一个市场最重要的因素，那么股票市场的价格指数也是股票市场最重要的指标。这个价格指数就像一个温度计，温度计的好坏不是刻度高还是低，而是反映出来的温度是否正确。当室内温度是30摄氏度时，判断温度计好坏的标准是它能否正确反映实际温度。判断

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一个国家股票市场好坏，不是指股票指数高还是低，而是股票指数是否反映了国家经济实际的情况。当一个国家的经济走势不断向好而股票指数却不断走低，或者经济陷入危机但是股票指数不断走高，这些都说明这个国家股票市场存在很大的问题。同理，股价反映的是公司股权的价值，判断股价好坏应当是看股价是否能够正确反映股权价值，而不是股价的高或者低。当股价不能反映公司的真实业绩时，说明存在人为操纵股价的危险。

在一个普通商品市场，市场管理者需要做的事情是提供场地，制定管理规则，监督商品卖方出售的商品符合国家标准，而价格是市场竞争的结果。股票市场同样如此，股票市场监管者很重要的一项工作是抓上市公司信息披露。检验股票市场的一个标准，就是股票市场的信息披露制度是否完善和得到有效执行。很多情况下，制度往往难以全面约束上市公司行为，上市公司是否讲信用就成了股票市场能否很好运行的关键。

在普通百姓眼中，总是希望股票市场不断走高，买入的股票价格不断走高。即便是国家经济的发展不支持股票市场走高，企业的业绩不支持股价走高，百姓也希望股价走高。对一些不法分子来说，正是利用百姓这种心理达到操纵股价的目的。对于股票市场监管者来说，其主要职责应该是让股票市场指数准确反映走势，而不是让股票市场走高或者走低。推动股票市场指数向上的唯一动力是国家经济的发展，推动上市公司股价走高的唯一理由是上市公司的业绩。

所以，衡量股票市场好坏标准只有一个，那就是这个市场上卖的股票是否反映了对应公司股权的价值，即股票市场指数是否与国家经济走势一致。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

需要指出的是，信息披露对一个集中交易的市场十分重要，因为买卖双方都要根据上市公司披露的信息进行交易，除非是机构投资者会对公司进行深入调研，普通投资者往往只能依靠公开信息决定买卖。但是，股票市场并不完全都是集中交易的市场，柜台交易市场就是一个分散的市场。股票柜台交易市场如果采用的是做市商方式，即公司先将股票批发给做市商，然后做市商在转售给普通投资者，相当于做市商承接了股票价格波动风险，做市商比较清楚公司信息，从而使得普通投资者可以通过做市商来选择投资，通过了解做市商来决定对企业的投资。

总之，衡量一个股票市场好坏的标准应该是这个市场反映公司信息或者说经济信息的准确性，而不是指数的高或者低。

本章小结：

* 本章提出了还原我国直接融资市场和股票市场的一些设想。

* 还原直接融资市场包括：将直接融资功能从股票市场中剥离出来；建立以投资银行为核心的直接融资市场机制，如同以商业银行为核心的间接融资市场机制；直接融资市场需要回归。

* 还原股票市场包括：解决银货对付和会员制问题；全部股份制公司均有上市的权利，所以可以按照不同股份制公司需求建立不同股票市场；尽可能用做市商替代盲目的集中式竞争；加强分红、信息披露、退市入市等制度设计。

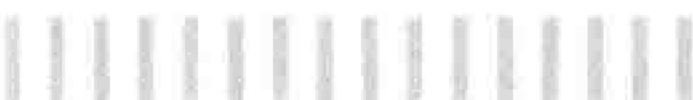
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第八章

股市衍生功能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第八章 股市衍生功能



在股票市场常规功能基础上，我们进一步讨论股票市场衍生功能，这些衍生功能包括正向衍生功能和反向衍生功能。正向衍生功能指股票市场派生出来的有益功能，而反向衍生功能指股票市场派生出来的有害功能。

一、无限扩展的股市

我们说股票市场是最伟大制度发明的依据就是认为股票市场的功能还在不断扩展，随着人们对股票市场的理解，相信股票市场还可以源源不断创新功能。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1. 市场的缺陷

市场经济给人类经济社会的快速发展提供了有效机制，然而事物都是一分为二的，市场经济通过竞争促进发展的同时，也带来了贫富差别逐渐拉大的弊端。原因很简单，即便一个国家初始条件下让所有公民都拥有同等的财富，随着时间的推移，每个人因智力、体力、环境、机遇等各方面因素的不同，逐渐会产生贫富的差别。当每个人拥有的财富不同后，只要“钱能生钱”即资本创造价值的规律存在，相信拥有更多资本的人即富人会有更多、更快获取价值的条件，从而进一步加剧一个社会贫富的差别。当世界上资源是个定数时，富人越富，穷人会更穷。发展中国家和发达国家之间的最大区别是发展中国家穷人更多。穷人为了维持生活，需要社会给他们提供最基本的生活保障，主要体现在衣、食、住、行方面。穷人不需要吃得很好，但是需要吃饱；穷人不需要住豪宅，但是需要有房子住。穷人所需要的这些生活必需品，往往与他们拥有的财富是不对等的，即穷人拥有的财富往往难以维持其最低的生活标准。因此，政府的一项基本任务是要让穷人获得必备的生活条件。政府可以通过税收等调节分配，帮助穷人；政府还可以鼓励富人创建慈善事业，建立各种福利基金帮助穷人等。尽管如此，政府无法阻止富人更富的步伐，不但不能阻止反而还应该鼓励。在市场经济条件下，贫富差别的不断加剧是一个无法避免的问题。

在贫富差别无法避免的情况下，带来的一个严重问题是这些富人的剩余资本的流向。市场经济讲究自由、平等，任何一个国家都会将保护私人财产放在一个很高的位置。所以，市场经济国家不可能限制富人财

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

产的流向。大量社会剩余资本可以流向任何一个领域，当这些社会剩余资本流向社会期望的领域时，对社会发展是有利的；当这些社会剩余资本流向人们不期望其流向的领域时，就会给社会带来危害。例如，中国法律禁止赌博，自然不希望这些剩余资本流向赌场。我们希望这些剩余资本流向帮助穷人的慈善事业，流向能够创造就业的企业等。

资本具有强烈的逐利性，做慈善事业只能是一种特例，不是常态。如果不考虑违背法律等因素外，在遵守法律和遵守资本逐利性规律条件下，社会剩余资本仍然有多种选择。如流向少数稀缺的商品，或者流向能够获取利益的企业。当流向少数稀缺的商品与社会大部分不富裕的人员无关时，如奢侈品，对社会发展是有好处的。但是当社会剩余资本流向与平民百姓相关的商品时，无疑会抬高物价导致社会不稳定，这是需要预防的。除了在战争、灾害等特殊情况下，社会剩余资本流向某种稀缺商品，以至于给社会带来不利因素有时是难以控制的。例如，前几年中国大量社会剩余资本流向房地产、农副产品（大蒜、绿豆等），爆炒这些产品的价格。

中国房地产价格过高、增长速度过快，已经给社会带来相当大的危害，普通老百姓深感房价太高难以承受。按照国际标准，住房用来满足自住需求决定房价的是居民的实际购买能力，通常用“房价收入比”来表示。联合国人居中心认为，一套住房的合理价格应在居民年收入的2～3倍，如超过6倍时，市场就会出现问题。但北京、上海、广州等地房价收入比已超过10：1，北京核心区更是达到20：1以上，明显高于东京、伦敦和温哥华等国际性大城市。从绝对水平来看，中国一线城市房价也已经接近甚至超过了发达国家水平，这对于一个发展中国家来说是很难

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

想象的事情。除非是带有某种另外的目的，否则只能理解资本的逐利性，包括政府都很难干预。事实上中央政府为了调控房价，调控政策频频出台，如2008年的“国十三条”、2009年的“国四条”、2010年的新“国十条”、2011年的新“国十条”，到2013年的“国五条”，可谓用心良苦，然而房地产价格却越调越高。一方面说明中国人的钱多，另一方面更说明中国人的钱没有出路。

2. 股市蓄水池

为此，社会应该给剩余资本提供出路，即在满足资本逐利性的同时，让剩余资本流向社会最需要流向的地方。什么是社会最希望剩余资本流向的地方呢？当然是能够为社会创造财富的地方，那就是企业。企业是以营利为目的的组织，创建企业就是为了创造财富，所以，社会剩余资金流向能够为社会创造财富的企业是最合适的。但是一般的企业需要经营，退出也困难，因此，通过股票市场让社会剩余资本流向企业，既促进了企业的发展也让剩余资本有了出路。所以，股票市场是解决社会剩余资本问题最好的储蓄池。这个观点是陈恒富教授最早在1999年就提出来的，这是股票市场的一个社会功能。

随着改革开放的深入发展，中国经济快速发展，形成了大量社会剩余资本。由于没有建立起真正的股票市场，有经济学家认为目前的股票市场是赌博市场，从而导致中国社会剩余资本没有出路。社会剩余资本爆炒房地产、大蒜、绿豆等实际上也是对没有办好股票市场的惩罚。

股票市场的另一个社会效应是推动百姓创业。任何一个社会企业都是创造财富的主体，大企业创造大财富而小企业创造小财富。尽管小企

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业创造小财富，但是小企业的某些作用是大企业无法比拟的。小企业数量众多，总体创富能力也不弱；小企业往往解决了社会更多的就业问题；大企业往往是从小企业发展起来的。因此，任何国家都需要大力发展小企业。最近国内很火爆的淘宝网，解决了很多小商户的生存发展问题，但是解决的不是小生产企业的生存发展问题。有限责任和股票市场两个机制都是为促进企业发展的机制，主要都体现在推动资金进入企业。有限责任破除了传统的欠债还钱的规矩，在某些特定情况下欠债可以不还钱。意思是鼓励资金投入企业，不会产生连带责任。股票市场也起到了鼓励资金入股企业，表现出的形式是股票市场提供了快速退出通道，规避风险。从中可以看出，股票市场起到了推动百姓创业的作用，解决了百姓创业的后顾之忧。在国家倡导大众创业、万众创新的今天，更应该发挥好股票市场的这些功能。

二、股市的双刃剑

1. 市场的副作用

市场并不是至善至美的，任何市场均有其缺陷，这些缺陷就是市场的副作用。当一个市场产生的是不真实的价格信号时，就会误导人们的生产和消费；当市场有虚假信息传播时，就会形成扭曲的市场。有些情况下，为了达到某种经济功能，人们还得故意设计一些副作用。例如，期货市场为了实现套期保值功能，必须设计配套的赌博功能，允许一些投机者进行赌博，并且是放大倍数的赌博。当然市场监管者必须控制这些副作用产生的风险，期货市场的交割、每日结算、涨跌停板等制度，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

都是控制风险的有效机制。

2. 股市的赌博功能

股票市场具有正向衍生功能，但是也有反向衍生功能。股票作为一种虚拟工具，存在与任何一种虚拟工具相同的弊端，那就是容易沦为赌场。关于赌博，王小强在《赌博新经济》一书中将其定义为：赌博是与物质生产无关的金钱交易。不论是股票交易还是其它票据交易，其基本特点是用一种作为中间介质的票据来代替某种实物资产，其主要目的是为了降低交易成本。[1] 当人们交易这些票据时，本质上是在交易这些票据代表的实物资产。因为票据如果不代表实物资产，单独票据是没有什么价值的。票据与实物资产相分离，使得票据可以不依赖实物资产而存在。为了防止虚拟票据完全脱离实物资产，人们就必须建立某种让虚拟票据和实物资产可以捆绑在一起的机制。即需要建立票据量与实物资产量的对应关系。如果没有这种对应关系或者建立的对应关系不牢靠，那么就很容易使得票据的价值脱离实物资产的价值。当票据脱离实物资产的价值时，这时的票据就不再是对应实物资产的替代物，从而沦为与赌博市场的筹码一样，这时的虚拟市场就成了赌场。股票市场不是赌场的标志之一是股票市场必须是经济的晴雨表。按照吴敬琏教授的说法，中国股票市场早已沦为赌场。

后面我们将讨论防止股票市场沦为赌场的机制，任何一个虚拟票据市场均需要有一个防范机制，这个机制包括是制度设计，也可以是信用体系。当然信用体系往往是不牢靠的，例如，期货市场上通过严格的交

---

① 凡是无法交易的物品可以认为交易成本无限高。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

割制度，相当于将虚拟的期货合约与现货商品价格进行捆绑。当期货合约临近交割日时，期货合约的价格一定趋于现货商品价格，从而从制度上保障了期货市场的有效运行。

三、防范股市赌场化

1. 虚实结合

所有虚拟工具都存在沦为赌博筹码的可能性，原因就是虚拟工具存在脱离对应的实物资产的可能。因此，要解决虚拟工具不沦为赌博筹码的一个简单办法是建立虚实结合的机制，任何一个虚拟市场的原理都是一样的。

股票市场上如何建立股票与对应实物资产的虚拟结合机制呢？期货市场上采用的是交割制度，不论期货合约的价格偏离现货价格有多远，一旦交割日临近，期货价格与现货价格必然趋于一致。按照这一原理，如果股票也能交割，让虚拟的股票与企业实物资产对应，那么不论股票价格偏离企业资产价值有多远，交割也可以让两者趋近。事实上，股票市场上无法实现这种交割，而股票市场的分红则是类似交割的手段，分红能够让实物资产与虚拟股票趋于一致。分红代表实物资产每个时间段创造的利润，是一种变相的交割方式。所以，要想股票市场不沦为赌场最简单最基本的方法就是建立强制分红机制。

分红是设法让虚拟股票接近企业实物资产的一种方法。作为一个信用市场，股票市场的平稳发展更需要信用机制。市场经济建立在信用基础上，或者说信用极大降低了市场交易成本。尽管市场经济都必须依靠

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

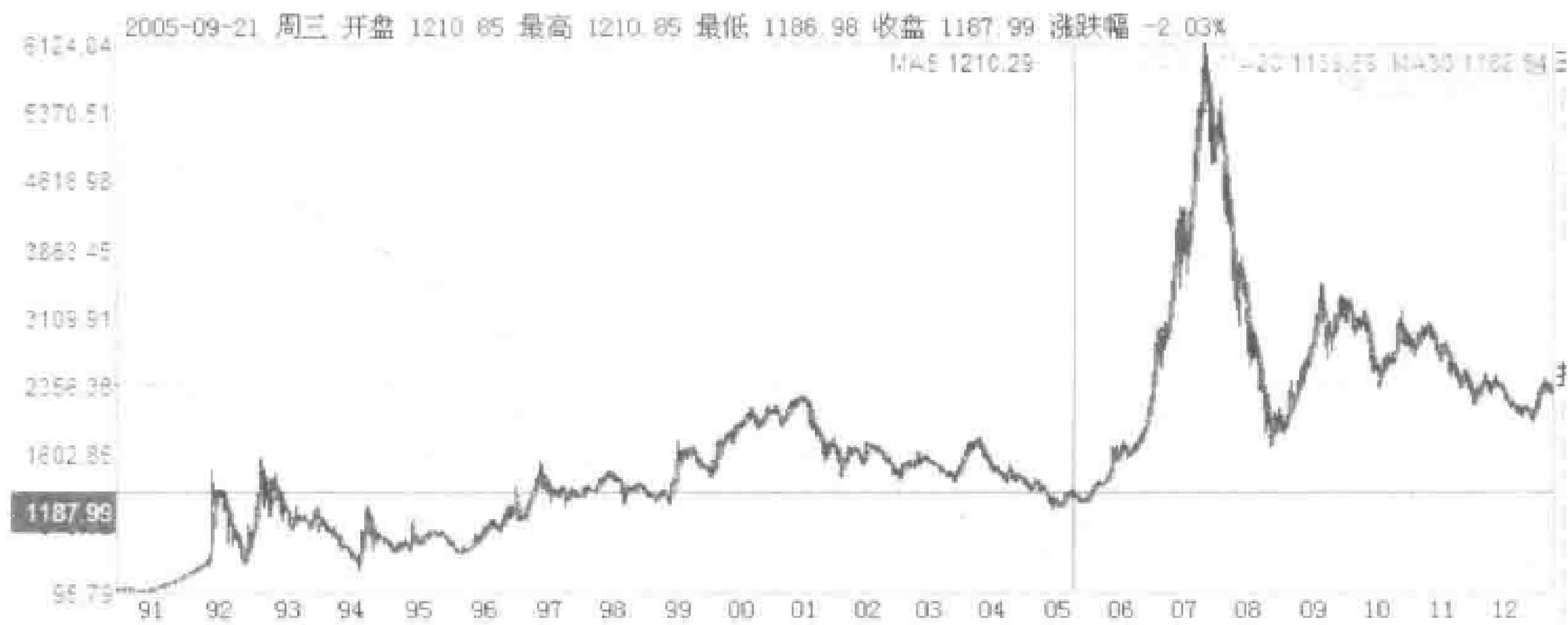
信用，但是不同商品市场对信用度要求不相同，金融市场等虚拟市场对信用度要求高些。中国走社会主义市场经济道路的时间还不长，整个社会信用度还不很高，从而使得中国出现这种现象，凡是对信用度要求不高的普通商品市场发展较好，而对信用度要求高的金融等市场发展滞后。

2. 中国股市非正常特征

中国股票市场是否是博彩市场，可以从两个方面分析。

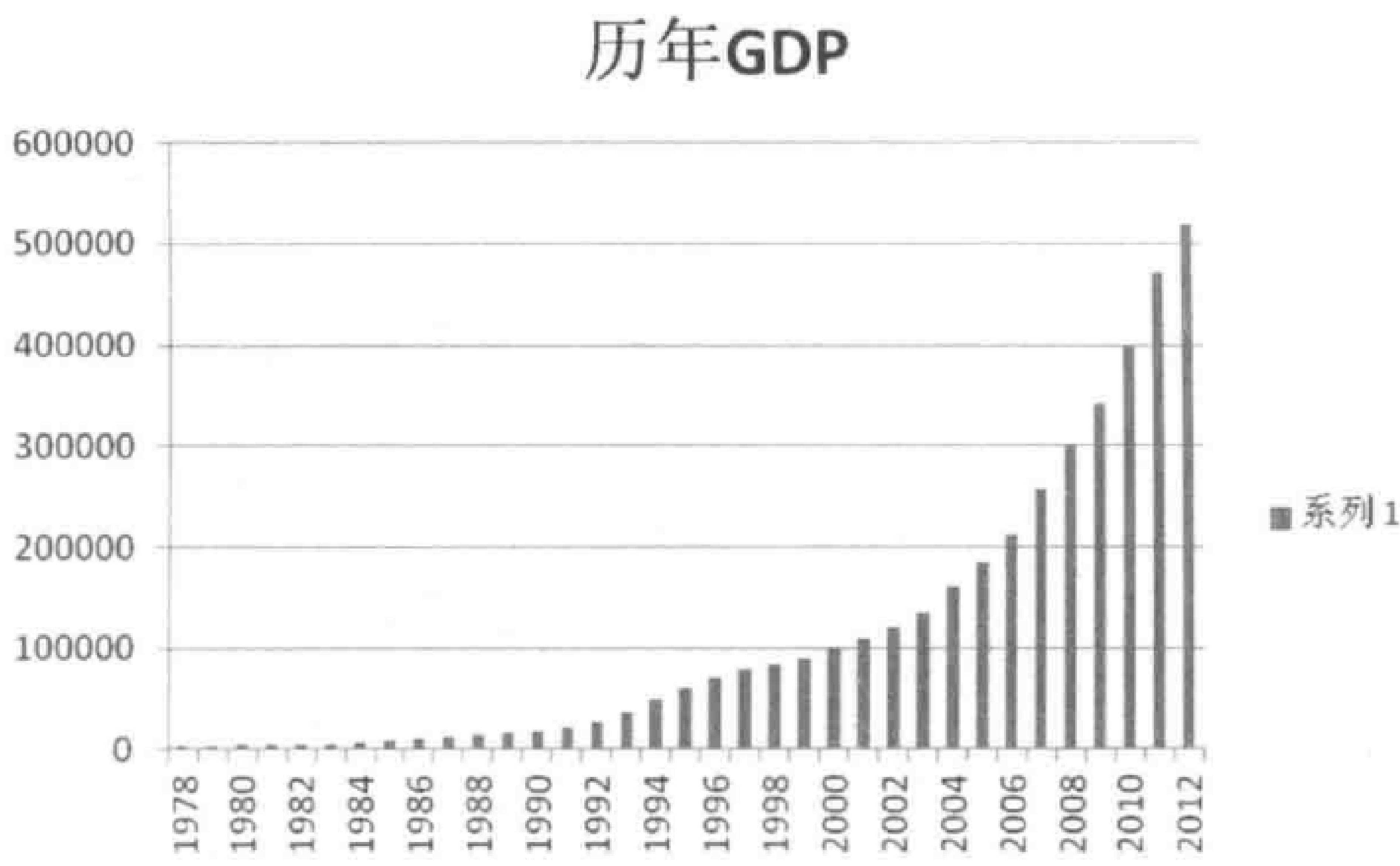
（1）外部特征

人们常说股票市场是经济的晴雨表，按照这个标准我们很好判别中国股票市场是不是赌场。图 8-1 是中国股票市场 20 年的走势图，图 8-2 是中国经济 30 多年的 GDP 走势图。



（图 8-1　中国股票市场 20 年走势图）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



（图 8-2 中国经济 30 多年 GDP 走势图）

从图 8-1 和图 8-2 中可以清楚看出，中国股票市场与中国经济无关。经济反映的是物质生产的状况，中国经济一直向好，但是中国股票市场经常与经济走势无关。尽管中国股票市场并不是赌场，但除了赌场无法用其它词语描述。相信大多数股民也认可这一点，只不过是很多股民仍然希望在这个投机市场中博一把，就像很多人进入赌场也希望能有好运气一样，结果只是铩羽而归。赌场里输钱是很正常的，即使庄家不玩猫腻，博彩工具的概率设计就让赌徒必输无疑。据称，大的博彩场这些规则都是很严格的，不正规的仅仅是小赌场。正规博彩市场里偶尔玩一把赚钱的人还是有的，但是让广大股民难以理解的是可能我们的股票市场连博彩市场都不如。事实确实如此，广大散户就像是被庄家看到底牌的闲家，失败的概率就可想而知。中国的炒房、炒绿豆现象反映的是更多的股民知趣地退出了这个投机市场，而寻求相对安全的市场。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（2）内部特征

股票市场交易的商品是股票，即企业股权。按照交换原则，人们在普通商品市场上购物时，用确定的货币去交换商品的有用性，要求商品的价值应该是确定的，否则就无法交换。作为商品的股票，其有用性是投资增值，显然无人可以担保投资股票一定能够获得投资增值，所以交易股票存在较大的不确定性。作为股票的买方来说，交易这种不确定性商品要冒风险，所以人们经常说“股市有风险，入市需谨慎”，但是必须清楚这种风险来自何方。股票作为上市公司股权，投资者需要承担的是公司经营风险代理的股价变化风险，但是绝对不应该承担虚假信息风险。当人们在普通商品市场上买卖商品时，信息必须保持对称，即买方需要充分了解商品信息，否则不会购买。作为股票市场的管理者来说，保护投资者的利益主要通过严格的信息披露制度实现。股票作为特殊商品，投资者的风险可以体现在企业经营波动上，但不应该体现在信息披露上。中国股票市场存在的主要问题不但是信息披露问题，更严重的还有上市公司造假劣行。如果人们可以选择多个股票市场，相信现存的股票市场将不可能保持如此现状。

分红制度是股票市场上唯一能实现虚实结合的机制。如果股票市场上有这样一只股票，坚持长期不间断地分红，例如坚持每季度分红，相信这只股票的价格一定不会偏离其价值太多。所以，强制分红是防止股票市场沦为赌场的有效机制之一。在强制分红制度下，那些不分红的上市公司就会原形毕露。中国股票市场有些公司往往打着为了股东的长远利益而不分红，原因是需要资金谋求更大的发展。对于这些公司，如果情况是真实的，往往可以通过再融资获得解决，如果不是真实的，那么

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

分红制度可以让它无计可施。在一个讲信用的股票市场，也许不需要强制分红制度；对于一个没有信用的市场，强制分红是保护投资者利益的有效机制。

3. 易沦为博彩市场缘由

为了分析中国股票市场的所具备的部分博彩性质，需要从实体经济与虚拟经济关系来研究。

（1）实体经济和虚拟经济

现代经济体系，既包括实体经济又包括虚拟经济。实体经济和虚拟经济是整个经济体系中的两个重要部分，缺一不可。虚拟经济以实体经济为基础，同时又推动实体经济的发展。

实体经济指从事物质财富的生产、交换、分配、消费的经济活动，包括工业、农业、建筑业、交通运输业、商业、生活服务业等产业部门的经济活动。

虚拟经济可以有各种定义，最基本的解释是指建立在实体经济基础上的金融工具和金融交易活动。对应于实体经济中物质财富的生产，虚拟经济中体现的是各类金融工具的创新。金融工具是一种特殊的商品，既包括货币、资本、外汇、债券、股票等金融资产，又包括利率、汇率、股票价格指数等金融资产价格。金融工具的市场交易活动，体现的是交易双方之间的一种复杂的借贷、买卖关系。金融市场中各种金融资产和各种金融资产价格之间的错综变化关系，构成虚拟经济复杂的运行过程。

有人将博彩市场也归类于虚拟经济，由于博彩市场不对应实体经济，没有任何经济功能，所以不应纳入虚拟经济范畴。虚拟经济下的虚拟市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

场包括期货、股票、债券等市场。为了避免混淆，以下我们讨论的虚拟市场指具有正向经济功能的虚拟市场，从而区别没有正向经济功能的博彩市场。

期货市场和股票市场是两个典型的虚拟市场，和博彩市场不同的是期货市场和股票市场具有正向的经济功能，而博彩市场根本没有，但是期货市场就具有博彩市场的部分功能。除了套期保值者，凡是投机者在期货市场都属于赌博，并且这种赌博是允许的。因为没有投机者的赌就没有规避风险者的套期保值，所以说期货市场的投机者是市场的润滑剂，是期货市场不可缺少的部分。期货市场的这种投机行为是法律允许的。股票市场不同于期货市场，股票市场不需要投机功能来润滑。因此，股票市场禁止投机行为，但是我们经常听到中国股票市场是博彩市场的声音。

（2）虚拟市场下的博彩市场特征

一般我们所研究的虚拟经济和虚拟市场往往对经济发展具有推动作用，而赌博市场对经济发展没有推动作用，反而对社会有危害作用。我们认为博彩市场没有经济功能，而任何一个虚拟市场的存在都具有一定的经济功能。当一个虚拟市场的经济功能丧失时，这个虚拟市场就有可能沦为博彩市场。

期货市场本身就具有博彩市场功能。在运行中，其博彩市场功能和期货市场需要的套期保值功能同时存在，控制好风险是期货市场管理者的主要职责。

股票市场的本源功能是提供股权不能退出而通过转让实现的股权变相退出功能。表面上股票市场在交易股票，本质上是交易企业的股权。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理论上股票的价格应该与股权的价值相对应，或者说股票的价格应该围绕着股权的价值波动。一般情况下，国家经济与企业特别是上市公司的业绩紧密相关。国家经济增长意味着上市公司业绩增长，股票市场应该走高，所以说股票市场是经济的晴雨表。显然，当一个股票市场与企业的业绩、国家的经济增长没有关系时，股票市场就沦为了博彩市场。

（3）价值回归的意义

虚拟经济反映实体经济，虚拟经济的价值反映的是实体经济的价值。尽管这种价值可以背离，但是不能走得太远。陈志武教授在《金融逻辑》一书中分析道："承载资产产权的金融票据跟它所承载的资产间的距离不能太远。否则，当金融票据与它所承载的资产价值脱钩之后，金融票据的交易就跟赌博无本质区别，围绕这种票据的交易文化也就跟赌博文化是一回事了。"显然，解决中国股票市场不沦为博彩市场的关键问题是让股票价格与对应股权价值不能走得太远。

尽管说起来就是一句话，做起来似乎不是那么简单。在此我们不妨研究期货市场的制度设计，也许对解决股票市场不沦为博彩市场大有帮助。前面我们谈到，期货市场不存在沦为博彩市场问题，本身就具有博彩市场功能。期货市场需要解决的是如何控制风险问题。

期货市场具有两大经济功能：一是发现价格；二是规避风险。为了实现这两大经济功能，就必须引入投机者的赌博功能，让他们有获取暴利的可能同时也承接套期保值的风险。所以期货市场采用保证金交易方式，一般将入场资金放大 20 倍，以小博大。早期股票市场也采用保证金交易方式，如今已经不再采用。资金的放大，必然导致风险的加剧。期货市场采用控制风险的办法就是实现价值回归。期货市场上持有期货合

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

约如同持有股票一样，不同的是期货合约有到期日，必须交割，而股票没有。期货市场建立在这样一个基本原理上：不论期货合约价格如何波动，当交割期临近时，期货价格一定趋于现货价格。如果将某种商品的价格就认为是其价值的话，说明期货市场最终会实现价值回归。所以对期货市场而言，市场的价值回归是市场自动实现的。市场管理者唯一需要做的事是控制一个期货合约交易周期中价格变动造成的清算风险，只要没有清算风险，期货价格偏离市场价格都是正常的，如果没有波动也就没有期货市场了。显然交割制度促使期货价格回归，离交割日越近，期货价格就越靠近现货价。期货合约的时间设计得越短，风险越容易控制。因此理论上，期货合约也可以设计成像股票一样长期持有。所以为了控制风险，在期货市场上超过 1 年的期货合约都很少，时间越长期货合约产生的风险就越大。

（4）股票市场不沦为博彩市场的制度设计

期货市场的经济功能需要通过附带的投机功能才能实现，而股票市场就不存在这个问题。股票市场的本源是解决股份制下股权不能退出的问题，通过股票市场的股票转让变相实现股份制不能股权退出问题。所以，股票市场不需要附带的投机功能，当然人们往往难以分辨投资与投机。股票市场的股票交易毕竟是脱离股份制公司的股权而交易的，如果这种交易完全与实体的股权没有关系，交易就会呈现投机功能。

因此，股票市场需要一定的制度设计，让股票市场的运行一直保持在与实体经济相吻合的轨道上。这就是人们常说的股票市场是经济的晴雨表。

信用制度

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现代经济体制下，信用交易非常普遍。例如银行储蓄，人们之所以敢把钱放入银行是相信银行会按照承诺随时可以将储户的钱取回，银行运行的基础依靠的是信用。股份制也是如此，人们之所以将钱投入到股份制公司是相信这个股份制公司的承诺，股份制公司将募集的钱投入到某个行业，可以为股东创造效益，同样股份制的运行也必须依靠信用。买企业是买企业的未来，未来只能靠信用来支撑。

股票市场的信用比较复杂，因为投资存在一定的不确定性，所以要求的信用可能比银行还要高。中国股票市场目前存在的较大问题就是上市公司的信用度低，不讲信用现象比比皆是。因此，中国股票市场依靠信用难以支撑，需要依靠其它的制度加以保证。

分红制度保证

在一个没有信用保障的股票市场中，股票市场的运行会出现两种情况。一种是人们不相信这个股票市场了，股票市场败落，没有交易量，最终导致股票市场关门。第二种情况是股票市场的经济功能不存在了，股票市场沦为了一个类似博彩业的市场。由于中国禁赌，股票市场正好弥补了这个空间，这种情况下的股票市场近乎于博彩市场，会出现交易十分火爆的场景。建立信用不是一件简单的事情，也不是一件短期内能够实现的事情。通过期货市场的功能分析，我们发现即使在期货交易中，通过适当的制度设计，也能够让虚拟市场控制在与实体经济偏离不太远的轨道上运行。需要建立的制度主要包括信息披露、强制分红以及严厉打击违背规则行为。信息披露的本质是解决股票作为特殊商品等价交换问题。一般普通商品的信息比较确定，或者说变化不大，而股票代表的公司股权恰恰是变化较大的商品。即使信息披露充分，人们都难以保证

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能够实现等价交换，更不必说信息披露不规范甚至造假了。除了信用之外，信息披露制度是衡量一个股票市场是否成熟的重要标志。强制分红功能类似期货市场的强制交割制度，能够保证虚拟的股票价格回归真实的股权价值。中国股票市场不少上市公司多年不分红，使得那些坚持分红上市公司也得不到市场青睐，劣币驱逐良币现象严重。分红制度是限制股票市场沦为博彩市场的有效机制，不分红是中国股票市场沦为博彩市场的重要因素。

其它制度设计

其它制度设计包括：先卖后买制度，达到市场平衡，遏制单边炒作；做市商，利用专业机构水平等等，这些都是保障股票市场稳定运行的有效机制。

本章小结：

* 股票市场的伟大在于可以衍生出许多我们尚未发现的功能，纳斯达克股票市场就是衍生出来的一个与传统股票市场完全不同的新型股票市场，这个市场人们并非就完全读懂。

* 股票市场可以作为社会剩余资金的蓄水池，从而缓解社会矛盾，这就是股票市场的正向衍生功能，具有重要的意义。

* 股票市场功能既可以正向衍生也可以反向衍生，最典型的反向衍生就是堕落为一个博彩市场。本章提出了防止股票市场堕落为博彩市场的措施。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第九章

交易经济

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第九章 交易经济

人们经常谈论市场经济或商品经济，市场、商品、交易三个概念往往紧密联系在一起。实际上商品是交易标的物，市场是交易平台，交易才是核心。所以，应该将市场经济或商品经济改为交易经济。如同我们到球场看球、到剧院看歌剧，主要是看表演而不是看场地。交易经济更能反映事物的本质。

西方经济学里没有市场经济概念，据称市场经济和计划经济都是列宁提出的概念。卫兴华教授在《谁先提出资本主义、市场经济的概念》[1]一文中说："因此，无论从马克思主义经济思想史的角度，还是从整个经济思想史的角度看，最早提出市场经济和计划经济并将二者对立起来的是列宁。他在1906年的《土地问题和争取自由的斗争》一文中，提出了计划经济与市场经济相对立的思想。""西方学者使用市场经济概念，是针对社会主义经济而提出的，因此时间较晚。在30年代以来的西方文献

① 《经济学文摘》（1997年）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中，市场经济一词才逐渐流行起来。但是，多半是与社会主义对比时才强调的。在一些权威性辞典中，如《简明不列颠百科全书》和《新帕尔格雷夫经济学大辞典》中，连市场经济的词条都未列入。有些西方经济学著作包括经济学教科书，如萨缪尔森的《经济学》，没有市场经济的专门章节。”

人们称市场经济的另外一个原因是多年来经济学一直存在选择经济学与交易经济学之争。目前传统经济学还是以选择经济学为主。不论是选择经济还是交易经济，实际上与人们对资源配置的理解有关。本章附件给出了资源配置与资源处置的不同概念。

一、商品交易

自从亚当·斯密开创了经济学以后，经济增长和经济增长理论就成为经济学研究的重点。不论经济学家从哪个方向研究经济学，都离不开探究经济增长的源泉到底是什么。可以认为，经济学理论不断发展的过程就是经济学家不断探寻经济增长源泉的过程。多年来，经济学家们从多个方面探讨这一问题，有认为"分工决定论"，也有认为是"资本决定论""技术进步论""人力资源论""制度决定论"等等。按照亚当·斯密的观点，分工是经济增长的基本源泉，而分工专业化生产，必然产生商品交易。

1. 交换的标准

商品交易的本质是物物交换，货币只是中介媒介。不同商品属于不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

同类，无法比较，如何交换？实际上人们是按照“价值”进行交换的。第一，不论你如何理解价值，例如经济学家给价值下了很多个定义，说明经济学家对价值有不同的认识。在多个定义中，以劳动价值论和效用价值论为典型代表，反映的完全是两种不同的观点，不同的价值观。第二，不论你如何命名价值，价值仅仅是一个名称，如同给出生小孩起名一样，人们可以重新命名价值，假设改为值价，理论上是没有问题的。第三，可以给价值下不同定义，使得价值代表不同的含义，人们只要按照不同价值定义标准进行交换、评判即可。总之，价值一定存在，并且是不同商品之间存在的共同属性，否则就无法进行交换。

当我们认识到了不同商品存在相同属性价值后，就会理解交换按照价值进行，交换的标准是价值而不是重量、体积等其它属性。同时理解由于商品交易是自愿进行的，所以一定是等价交换。茅于轼先生一直认为商品交换不是等价交换，而是超值交换。站在买方或者卖方角度理解，也许是正确的。买方或者卖方一定觉得有利可图才愿意交换，如果价值一样就不交换了，从这个意义上理解交换对买方和卖方均产生增值是正确的。但是站在第三方角度看问题，买方与卖方是平等、自愿交易，我们最好理解为等价交换。在不少情况下，买方或者卖方也会认为买亏了或者卖亏了，即也会出现减值交换情况，所以认为等价交换较为合理。实际上在劳动价值论下，只有等价交换。而在效用价值论下，由于价值可以是无限多个，任何一个价值均为有效或无效，公认的成交价是最终商品价值。从这个意义上说，人们可以认为交换是增值或减值的，自然也可以认为是等值的。相对来说，交换是等价交换较为科学。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2. 交易的本质

人们之所以要进行商品交换，可以理解为互通有无，但是更重要的是为了降低成本。人类经济的发展很大程度上依靠分工、专业化生产提高了劳动生产率，分工生产从而要求进行商品交换。理论上每个人可以生产自己所需要的一切必需品，然而却会极大降低生产效率。所以说，商品交易本质上是为了降低生产成本，通过分工专业化生产从而创造更多财富。然而由于商品交易本身又有成本，如果人们不能很好控制交易成本而导致交易成本过高时，就可能使得分工提高的生产效率失去了意义。

因此，研究商品交易最重要的是要研究如何降低交易成本。交易本身是为了降低成本，而交易过程带来交易成本，最终交易是否成功取决于交易成本。

3. 交易定律

从古至今，人们一直采用市场交易，市场交易与商品交易完全是等同的概念。凡是商品交易均在市场上进行，凡是市场进行的都是商品交易。传统教科书定义市场是用于交换的场所，如今场所的概念已经完全模糊了，模糊到凡是有交易行为发生，人们就认为一定有市场，这时的市场可以是有形或者无形、实体或者虚拟、看得见或者看不见等等。抛开交易不算，市场与商品都是等同的概念。

因此，交易实际上主要包括了两个因素，商品与市场。商品有无数个不同种类，而市场有许许多多的形式。注意到这里的市场并不仅仅指

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

场所，还包括交易规则、交易流程等等。我们研究如何降低交易成本，最重要的是要研究如何降低商品因素和市场因素造成的成本。实际上就是研究在同样达到商品交换目的下，什么样的商品形式，什么样的市场形式，可以实现我们的目标。

前面我们已经论述商品生产是为了降低生产成本而存在的，有了商品生产必然要有商品交易，否则商品生产就没有存在的必要。商品交易因降低成本而存在，同时商品交易又带来了新的成本即交易成本。如果商品交易成本高于商品生产带来的降低成本效用之后，商品交易已经失去了其存在的意义。所以，商品交易应该遵循如下第一定律。

商品交易定律 9.1：只有交易成本足够低，交易才能正常进行。

商品交易起源于分工，专业化生产。如果不考虑效率即不考虑成本，人可以生产所有自己需要的物品，即不需要商品交易。当然现实生活中不可能没有商品交易，想说明的是交易成本对整个商品交易影响非常大。市场交易或商品交易实际上很大程度上是在进行制度创新，研究如何降低交易成本。

商品交易成本要低到什么程度是很难准确计量的，不同的商品生产成本不同，使得不同商品要求交易成本低的程度也不同，所以很难测算，需要靠市场这个无形之手去调节。我们想强调的是一切交易都是围绕如何降低交易成本展开的。下面的商品交易定律 9.2 更是从一个具体商品交易角度提出来的。

商品交易定律 9.2：人们只有获知商品价值信息，交易方可进行。

商品交易定律 9.1 描述了商品交易必须低成本概念，而商品交易定律 9.2 进一步阐述了降低交易成本的具体概念，凡是用于交易的商品其

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价值必须获知，否则就无法交易，或者说交易成本无限高。可以认为商品交易定律9.1是一个宏观的概念，而商品交易定律9.2则是微观的概念。

市场经济下的效用价值论，商品价值是人对商品的一种感受，效用是满足人的欲望的能力，这是站在人的角度来理解商品的价值。当我们站在商品的角度看问题时，商品的价值主要体现在“商品性能和商品使用期限”这两个主要指标上。当人们无法知道商品性能和商品使用期限时，按照商品交易定律9.2就无法交易。为了实现交易，人们采用的是商品变换方法。就是对凡是人们不知道价值信息的商品进行变换，变换到人们知道商品价值信息为止，然后再进行交易。

二、商品分类

按照商品的不同人们早已对商品进行了分类，据称世界上现有几十万种不同的商品。为了管理和应用这数量繁多的商品，人们进一步运用各种不同的依据对商品进行分类。例如，可以按照商品的用途、材料、生产方法、化学成分等再进行分类。为了研究商品的交易，本书建立一种新型的商品分类方法。

1. 分类的意义

对事物进行分类是人类认识事物的重要标志。在商品交易中，对商品进行分类是为了便于管理和降低交易成本。商品分类的方法很多，如按照商品的用途可以分为生活用品、工业用品等，也可以按照商品的制作材料分木制品、塑料制品、铝制品等。人们对商品分类交易主要是为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了降低交易成本，例如，通过区分不同类型的商品市场后，可以降低人们搜寻商品成本，买家具的不会跑到肉菜市场，买汽车的不会跑到拖拉机市场。对不同商品设计不同的市场（柜台）形式、交易流程也是为了降低交易成本，如卖猪肉的摊位设计与卖化妆品的柜台设计就有很大区别，如果相混交易成本就会剧增。

2. 交易与权利

交易的本质是权利交易。[1]人们购买商品，获得的是商品的使用权、处置权、收益权等等，所以商品交易也是权利交易。这里就涉及商品的另外一个重要特性——权利依附。有些商品的权利依附紧密而另外一些商品的权利依附不紧密。大部分商品的权利依附是十分紧密的，商品交易后权利也随之转移。例如，电视机买回家后，与电视机相关的各种权利也就归买方所有。少数商品则不同，商品交易后权利没有完全转移。如某项技术商品，当技术商品卖出后，往往原技术商品拥有方还可以掌握技术的大部分信息。为此，按照商品权利依附紧密程度我们将商品分为：权利依附紧密商品与权利依附不紧密商品。

3. 四类商品

所以，按照商品价值确定情况和商品权利依附情况可以将商品分为如下四类：

第一类商品：商品价值确定且权利依附紧密。

商品价值确定是个相对概念。理论上所有商品的价值都难以确定，

① 杨小凯．《当代经济与中国经济》中国社会科学出版社（1997 年）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

都必须变换。例如，商品进入商场交易就是一种变换。我们这里讲述的价值确定是相对的。如服装鞋帽、青菜萝卜等这类普通商品等，就比电视机、化妆品等复杂商品其价值容易确定，并且当商品转移时权利也随之转移。我们将较为容易确定其价值的这些商品归为第一类商品。大多数商品可能都属于第一类商品。

第二类商品：商品价值不确定但是权利依附紧密。

世界上存在一些消费者难以确定价值的商品。例如，电视机等电子产品，普通消费者不知道电视机的构造，也不知道今天看得好好的，明天是否就坏了。所以电子产品都有这个缺陷，很容易损坏。化妆品也是如此，消费者难以分辨其品质，这些商品我们称为价值难以确定的商品。尽管其价值难以确定，但是依附在商品上的权利容易随着商品交换而转移。所以将这种价值不确定但是权利依附紧密的商品归为第二类商品。世界上第二类商品数量也不少。

第三类商品：商品价值确定但是权利依附不紧密。

世界上这类商品比较少。典型的第三类商品是独创性科技成果，所谓独创性科技成果是指世界上独一无二的科技成果。近几百年来，人类发明了很多项科技成果。早期人类发明的科技成果可能都是世界上独一无二的，如今这种发明难度越来越大。反之，改进型科技成果却层出不穷。所谓改进型科技成果是指在独一无二科技成果基础上的改进。改进型科技成果也是具有重大价值的，人类发明往往需要站在巨人肩膀上向上发展。例如，如今很多新药发明实际上都是改进型。独创性科技成果的主要特点是因为世界上第一次出现，所以容易产业化，即可实现的价值确定。但凡科技成果都有这个特点，权利依附不紧密。科技成果交换出去后，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

知识产权（权利）可能还是留在发明者头脑中，所以称为权利依附不紧密。

第四类商品：商品价值不确定且权利依附不紧密。

凡是科技成果都存在这样的问题，权利与商品依附关系不紧密。前面我们谈到的世界上独创性的科技成果价值容易确定，相比之下，改进型科技成果价值不确定，即改进型科技成果的投资增值不确定。所以，我们将改进型科技成果归为第四类商品。世界上绝大多数科技成果都属于改进型科技成果。

三、市场交易规则

1. 市场特点

不难发现，现行市场具有如下特点：

（1）只能交易价值确定商品。

（2）采用一次性交易方式。

（3）采用前端交易。

下面分条解释传统商品市场的这些特点：

（1）交易价值确定商品

按照商品交易必要条件，人们只能交易那些价值区间确定的商品，即只能交易价值确定商品。凡是价值不确定商品传统市场是无法交易的，如果要交易必须进行转换，即不确定商品必须转换为确定性商品后才能交易。

目前我们采用的转换方法是厂商对不确定商品建立品牌，而国家对不确定商品强制实行三包政策，利用这些措施使得不确定商品转为确定

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

性商品。

价值确定商品与价值不确定商品是相对的，相比较电子产品，大米青菜萝卜猪肉是确定性商品，然而毒大米、瘦肉精等使得这些商品又变为价值不确定商品。市场经济是信用经济、法制经济的概念告诉我们，商品交易要有信用、要有监督，所以实际上我们很多情况下是用法律、厂商的信用保值交易的顺利进行，意思是即便很多商品没有做品牌，但是厂商必须讲信用，把好商品质量的第一关。这也是为什么一般人们不到地摊上、流动商贩处购买商品的原因。

（2）一次性交易规则

传统商品市场上主要采用一次性交易规则，即一手交钱一手交货。由于交易有交易成本，一次性交易只需要支付一次性成本，所以相对多次交易来说，一次性交易成本最低。一次性交易规则与只能交易价值确定商品是一致对应的，正由于商品价值确定所以才能采用一次性交易。

一次性交易实际上存在不合理因素。人们购买商品的本质是用货币价值换取商品的使用价值（有用性），商品的使用价值体现在商品整个生命期内，尽管有的很短，如食物一次性吃下就没了。但是有的商品使用期限很长，如房屋有70年的使用期限。一次性交易的含义是买方一次性马上支付全部的货币价值，但是换回来的商品，如果生命期较长，那么其价值是慢慢体现的。从公平角度看似乎对买方不太公平。

目前市场上有分期付款方式，那是金融机构引入的贷款方式而不是厂商的多次交易方式，这种分期付款是消费者与金融机构之间的关系，与厂商无关。一旦发生产品质量问题时，金融机构是不负责的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（3）前端交易

前端交易是指人们在商品的使用期起始点支付商品费用，反之在商品使用期终点支付费用称为后端交易。世界上大部分交易都是前端交易，即先付款再拿货，尽管一件商品的使用期很长，但是人们总是先全部付费再慢慢使用。少数情况下是后端交易，如人们在饭店吃饭，往往是先消费后付款。出差住酒店也是如此，往往是离开酒店时结账。但是商家担心风险，往往要客人先行支付押金。

现行交易规则对买方不公平主要体现在一次性交易并且采用前端交易规则上。如果采用后端交易，显然又对卖方不公平。理论上似乎可以采用中端交易，中端交易对买卖双方似乎是公平的。还有就是采用多次交易，不是一次性付款，似乎对买卖双方也是公平的。

尽管不公平，人类采用一次性交易与前端交易已经有几千年历史。存在就是合理，说明一次性交易与前端交易有其合理性，这种合理性还是从交易成本上获得解释。

首先人们采用一次性交易主要是为了降低交易成本，特别在科技不发达年代，每一次的交易成本都比较高，所以根本无法采用多次交易。其次为什么要采用前端交易，原因是前端交易比中端交易和后端交易的成本要低。作为卖方的厂商是一个组织，而买方的消费者往往是个体。组织的信用等级要比个体高，对组织的管理也容易些。不论选择前端、中端还是后端交易，均可能发生违约情况。控制厂商比控制个体违约的成本低，这就是为什么要采用前端交易的原因。

前端交易下买方已经全部支付了货款，所以不存在买方违约情况，只可能卖方违约。所以一次性交易和前端交易使得买方成为弱者，因为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

买方已经一次性全部支付了货款，当商品有质量等问题时，受害的自然是买方。这就是国家要出台保护消费者法律的原因。

尽管采用前端交易，一次性交易方式似乎对厂商很有利，但是事物都是相对的。当消费者难以把握商品的品质时就不会购买商品，从而使得厂商需要不断地向消费者灌输自己商品的品质情况，即耗费大量的宣传广告费用以争取消费者购买自己的产品。采用多次交易实际上是解决上述问题的办法之一，特别是对那些使用价值变动较大的商品，只能采用多次交易方式。

一次性交易还隐含着另外一个规则，即全使用期交易规则。全使用期交易是指人们购买一件商品是一次性支付了全使用期使用权的全部费用，即拥有这件商品整个使用期的所有权。当然租赁商品属于购买部分使用周期所有权。

上述交易规则构成了今天的市场交易。所有规则都是以降低交易成本为目的而存在的，即一旦出现新的规则使得市场买卖交易获得更低的交易成本，那么这些规则是可以变更的。不难发现，在上述规则下，有些商品无法交易。例如，没有知名度的电视机、化妆品等商品无法在市场上交易。这就说明，现存的市场交易规则对商品具有一定的约束条件，并非任何商品都可以进入市场交易，商品进入市场交易需要符合一定的条件。

2、规则与弊端

传统商品市场规则存在一些弊端。

（1）对消费者不利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现行市场交易规则对消费者是不利的。所谓商品买卖，消费者是用确定的货币价值去交换商品的使用价值。当商品的生命期较长时，商品使用价值的获得是一个漫长的过程，而买方一次性支付给卖方全部的价值。当这期间商品出现质量问题时，消费者则往往受损害，所以一次性交易方式对消费者极为不利。同理，前端交易也是明显偏向生产厂商，为何要采用前端交易而不采用后端交易，从公平出发，至少应该采用中端交易，即在商品生命期的某个中间时段消费者支付全部货款。一次性交易和前端交易规则都是对消费者不利的市场交易规则，然而几千年来人们就是按照这种不平等规则进行市场交易的，说明具有其合理性，或者说这是相对最低成本的市场交易规则。至于不合理部分则通过相关法律、法规解决，如国家要颁发消费者权益保护法，原因就是为了对冲现行市场交易规则对消费者的不公平。

（2）市场只为第一类商品设计

前面我们将商品按照价值确定性和权利依附性分为四类商品，不难看出，现行市场完全是为实现第一类商品而设计的。事实上第一类商品数量最多，所以市场应该如此设计。对于其它三类商品，如果不进行变换则不能采用现行市场交易。例如，电子产品、化妆品等商品，由于其价值难以确定，所以无法直接在商品市场上交易。这就是为什么人们不敢买没有品牌的电视机、化妆品的原因。变换的方法就是建立品牌和三包政策，这种变换实际上是将原本不确定性商品转变为确定性商品，当然这种变换是有变换成本的。对于第三类的权利依附性不强的商品，同样需要变换，这种变换要求原来的这些商品持有方要遵守合约，不能随意多次转让，设法让权利依附性有清晰规定。由于这类商品数量有限，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们不过多讨论。

第二类商品和第三类商品可以通过变换进入适应第一类商品的商品市场交易，但是第四类商品却无法通过简单变换进入商品市场交易。例如，我们无法采用建立品牌、三包政策等措施来保障对某项技术投资成功。简单地说，第四类商品无法在现行商品市场上交易。

3. 正常与非正常交易

按照前面给出的商品交易定律 9.2，人们只有获知商品价值信息，交易方可进行。交易定律 9.2 讲述的是正常情况下的商品交易，现实中存在少数不按照交易定律 9.2 进行交易的市场，如赌石市场。赌石市场上的交易完全是在不知道毛石价值情况下的交易，具有赌一把的特性。如果知道了毛石的价值那么赌石就没有意义了，所以将符合交易定律 9.2 的市场称为正常市场，而不符合交易定律 9.2 的市场称为非正常市场或反常市场。大多数情况下，我们需要设计的是正常市场而不是非正常市场。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附件 9-1：资源配置与资源处置

一、资源处置与资源配置

传统概念下，资源配置是指资源的稀缺性决定了任何一个社会都必须通过一定的方式把有限的资源合理分配到社会的各个领域中去，以实现资源的最佳利用，即用最少的资源耗费，生产出最适用的商品和劳务，获取最佳的效益。

世界历史与中国改革开放历史，均证明了配置方式对一个国家经济发展的重要性。遗憾的是，传统经济学不区分资源处置与资源配置概念。

大到一个国家小到个人，包括企业、家庭等，均拥有资源。拥有资源必然牵涉到资源的使用问题，为了分析问题的方便，本书将对自己拥有的资源进行的使用、分配、处置等称为资源处置，而将不同资源拥有者之间进行的资源分配、处置称为资源配置。简单地说，处置是指处理自己拥有的资源，而配置才是处理多个资源拥有者之间的资源。

1. 资源处置

资源处置是指资源拥有者使用、分配、处置自己的资源，所以资源处置成立的前提是你拥有资源，否则资源处置无从谈起。资源处置实际上对应的就是我们经常说的计划方式。计划方式的本质不是计划配置，而是权力配置。一个人或者一个组织，当你拥有了自己的资源时自然就拥有了自己分配资源的权力。

封建社会的皇帝拥有国家全部的资源，所以皇帝可以任意处置国家资源。计划经济是指政府可以对国家资源处置，所以计划经济的前提是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公有制，国家所有资源统一支配。企业老板可以处置企业的资源，因为整个企业资源属于企业老板。家庭的家长可以处置家庭拥有的财产。

一个人或者一个组织拥有自己的资源，意味着法律承认你对你拥有资源的处置权，这种处置权就是资源处置概念。但是你不能处置不属于你的资源，所以，资源处置一定是处置你拥有的资源。没有公有制，国家无法实行计划经济。没有私有制，就没有家庭，没有家庭处置自己家庭财产的权利。

2. 资源配置

资源配置是指不同资源拥有者之间进行的资源处置。由于这种处置涉及多个资源拥有主体，所以主要是指资源的交换。可以看出，资源配置与资源处置之间最大的区别是多个资源拥有者之间的资源处理关系，而这种关系主要体现在交换关系上。

由于资源配置是指多个资源拥有主体之间的配置关系，所以资源配置本质上是一种交换关系，而不是资源处置下的处置关系。显然，处置关系是以我为中心的关系，而交换关系是一种平等的关系。

显然参与资源配置的是多个拥有资源的主体。封建社会下，一个国家资源都在一个人手中就没有资源配置概念，一个企业或者家庭，同样没有资源配置。所以，资源配置必须对应私有制。

二．处置规则与配置规则

不论是资源处置还是资源配置，均需要采用一定的规则进行处理。

（1）资源处置规则

资源处置的定义是资源拥有者处理自己拥有的资源，既然是处置自

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

己拥有的资源，从法律上来说，资源拥有方具有无限的权利，这就是我们常说的计划方式（对应的计划经济）。所谓计划方式的本质是一种权利处置，拥有资源的一方对自己的资源拥有完全的处置权利。不论是国家、企业还是家庭，当你拥有资源时，就完全可以采用计划方式去处置自己的资源。

所以，当人们采用计划方式时，表达的含义是资源拥有方处置自己拥有的资源，包括送人、扔掉、卖掉等等。

人们常说的计划方式是指资源拥有方处置自己资源的笼统提法，落实到实处，计划方式演绎出各种类型。

价格方式

并非是市场方式下才有价格机制，计划方式下也存在用价格进行分配的方式。例如，政府拥有土地资源的土地拍卖制度，实际上是政府对自己拥有资源采用的价格方式。企业中的老板也可拿出某种资产让员工竞拍，谁给出价格高给谁。这种价格方式与市场经济下的价格方式存在本质区别。

分配方式

这种分配方式可以认为是一种按需分配方式。例如，政府用财政资金对企业的补贴、对贫困线下特殊人群的补贴等等。企业的老板也可以对特殊员工进行补贴。

特殊方式

特殊方式包括多种分配资源方式。例如，大学资源是稀缺的，资源拥有方就采用分数方式进行分配，分数高者得，也可采用高学费方式。这些都由大学资源拥有方决定。再如，电影厂以相貌进行分配；歌剧团

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以嗓音进行分配，等等。

总之，资源拥有方对自己拥有资源的处置方式可以有很多种。但不论如何，资源处置方式具有单向、不可交换、拥有方选择的特点，其核心都是计划方式。

（2）资源配置规则

相比较资源拥有方处置属于自己的资源，资源配置是指多个资源拥有方相互处置其资源的一种处置方式。资源配置也需要按照某种规则进行，这种规则必须是多方认可的，而不能像资源处置规则那样是资源拥有方单方制定。

显然，资源配置规则需要遵从双向、交换、多方认同原则。所以，资源配置规则一定具有公平、互利、自由选择特点。实践证明，资源配置规则不可能像资源处置规则那样可以有多种选择，只有唯一的选择，那就是采用价格标准，按照价高者得原则。这就是我们常说的市场方式，对应的是市场经济。

三．资源配置需要解决的问题

资源配置是指多个不同资源拥有者之间的交换，即交易，目的是为了提高资源的利用效率。资源配置需要解决如下几个问题：

（1）资源配置规则

资源配置规则不可能像资源处置规则那样有很多个，资源配置规则只能有一个，这一个是所有参与资源配置的主体认可并且能产生最大效益的。这个规则就是人类几千年来一直采用的按照商品价值标准进行交换的规则，简单地说是等价交换。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（2）资源配置环境

资源配置不仅仅是为了拥有不同资源主体之间的交换，更重要的是提高资源的利用效率。从这个意义上说，希望参与资源配置的主体越多越好，参与配置的资源总量越多越好。由于资源配置是指各个平等拥有资源主体的自由交换，第三方不应该也不可能干预两个拥有资源主体的交换意愿。要吸引更多拥有资源的主体介入，吸引更多的资源进入交换，唯有创造优良的资源配置环境。优良的资源环境包括很多方面，最主要的就是一个自由公平的环境。优良的资源配置环境决定了参与配置的资源主体数量和资源总量。

（3）资源配置效率

资源配置本身是为了提高效率，但是资源配置本身是有成本的，成本的存在必然会降低资源配置的效率，一旦产生的资源配置成本高于资源配置提高的效率之后，资源配置就失去了存在的价值。经济学家是研究资源配置的，从某种意义上说，研究资源配置就是研究如何降低资源配置的成本。

在几千年经济发展实践中，人类不断总结各种降低交易成本的方法。可以认为经济学出现之前，各种降低交易成本、提高资源配置效率的方法就早已出现。进入市场交易本身就是降低交易成本的方法。

本章小结：

＊ 市场经济严格来说是交易经济，遗憾的是传统主流经济学不研究交易。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

* 为了研究股票交易，我们需要进一步研究商品、市场和交易。

* 现行市场条件下，商品能够实现交易的必要条件是人们必须知道商品的价值信息。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第十章

变换交易

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十章 变换交易

人类从事商品交易活动已经有几千年的历史，即便在没有经济学的年代，人们也知道如何进行商品交易。所谓知道如何进行商品交易的含义是知道如何降低商品交易的成本。本章所要讨论的变换交易实际上就是降低交易成本的基本方法。

一、什么是变换交易

按照商品交易定律9.2，人们必须获知商品价值信息交易方可进行。现代社会商品生产高度发达，商品种类成千上万，人们几乎不知道任何一件商品的价值信息。别说复杂的电视机等商品，就连最简单的青菜萝卜，如果其内含有有毒物质，消费者也难以分辨。所以理论上说，任何一种商品均需要通过变换方可交易。人们到商场购物本身就是一种变换交易。变换的方式包括：国家法律法规、商品变换、市场变换、其它变换等等。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

任何国家都会制定相应的法律法规，对商品的安全提出基本要求，从而保障消费者利益。即对消费者无法辨别的一些商品信息是通过法律法规来保障的，包括电子产品的三包政策等等。总之，商品的第一个变换方法就是国家制定相关的法律法规来实现，使得买方不必再耗费成本去获知商品必要的价值信息。我们重点是研究与商品、市场等相关的变换。

1. 商品相关变换

在买方不知道大部分商品价值信息情况下，人类社会目前采用的方法是对商品进行变换，即商品必须变换后方可交易。商品常用的变换方法包括：

（1）进入商场交易

商场、商店、市场均为同一含义。过去人们理解的到市场购物主要是为了降低交易成本。实际上买方到商场而不是在地摊上交易商品，商家本身就是对商品的价值信息做了变换，相当于商家以其信用保障了商品价值信息可靠。所以，人们一般不到地摊购物，而是到商场购物。层次越高商场的商品品质越有保障，当然变换成本较高。

（2）建立品牌

少数商品的变换必须建立品牌，例如电子产品、化妆品等，否则连商家也不敢代理买卖。建立商品品牌需要成本，并且成本较高。所以，并非每种商品都需要建立自己的品牌，而一旦建立起自己品牌后的商品往往容易交易。

上述两种变换方式，包括国家法律法规，实际上是混合使用的，除了建立品牌外，基本上国家法律法规、进入商场等变换方式所有商品变

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

换都会采用。而建立品牌也同样如此，有大品牌也有小品牌。

人们一直在寻找低成本的商品变换方式，成功的案例包括沃尔玛、国美模式、楼宇电视（降低广告成本）等等。上述是最基本的变换方法，实际上还有更高级别的变换交易，这是我们后面要进一步讨论的。

在商品交易成本中，商品变换成本占据较大比例。

①市场交易商品，往往都是交易变换完成的商品。凡是没有变换就交易的称为赌博式交易，属于非正常交易。

②商品变换需要成本，但使得交易成本极低；如果商品不变换就交易，相当于节省了变换成本，然而会导致交易成本极高。严格来说，变换成本总是低于交易成本的。

理想情况是找到一种交易方法，尽量让商品不变换交易（变换成本很低），而又尽量不提高交易成本。

2. 市场相关变换

商品变换的本质是为了降低交易成本，除此之外，影响交易成本的另外一个因素是市场。市场不仅仅是场地，还包括交易规则、交易流程、结算方法等等。实际上，采用市场平台本身就是实现降低交易成本的机制。

（1）采用市场平台交易商品

人们利用市场进行商品交易的本质是为了降低交易成本。市场是商品交易的场所，市场是为实现人们进行商品交换而形成的平台。表面上看，人们借助于市场交易商品似乎增加了一个环节，增加了交易成本，综合考虑市场却是降低交易成本。

几千年的市场演变中，存在各种各样的市场形式包括柜台形式，要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

降低市场交易成本首先必须考虑降低市场形式成本。显然，目前流行的网络交易系统，本质上是采用虚拟市场形式替代传统的物理市场形式，达到降低成本功效。十多年前人们还只习惯于售货员售货方式，而超市的出现颠覆了传统的销售模式，用自选取代售货员形式本质上也达到了降低交易成本功效。不难发现，不同商品采用不同形式的柜台，也是为了降低交易成本。注意到有时市场或者柜台形式并非成本越低越好，例如，化妆品柜台就要耗费比肉菜柜台更高的成本，否则化妆品难以销售。从这个意义上说，市场（柜台）形式以交易量为降低成本的核心，交易量因素往往会掩盖市场（柜台）成本形式。

互联网市场的出现，极大降低了场地成本。在互联网上开设虚拟商场免除了物理商场成本，这就是最近几年我国网上商场火爆的原因。

（2）分类交易

利用市场平台是为了降低交易成本。进一步地，人们研究对商品进行分类交易，即针对不同商品特点划分为多种不同市场，实现进一步降低交易成本的目的。目前世界上我们可以看到各种不同类似商品对应的市场，如服装鞋帽、粮油食品、建材五金等等。为什么卖猪肉的柜台形式与卖化妆品柜台形式有这么大的区别，显然这也是人们多年商品交易实践的总结。如今很多自选商品的超市形式，给人们带来了极大的方便，商家也获利丰厚。然而在十多年前，我们还习惯售货员售货形式，媒体上经常有对售货员服务态度不好的批评报道，如今这一切似乎已成为历史。原因很简单，商品市场的分类、市场形式的变换，都是为了达到一个目的，降低交易成本。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

二、直接变换与间接变换

1. 直接变换

将前面我们谈论的变换，不论是与商品相关还是与市场相关的变换，均称为直接变换，直接变换的特点是不改变交易标的物形状。经济不发达时期，商品数量少交易方式也简单。近几十年来随着科技的发展，生产力的提高，商品数量呈几何级数递增，市场竞争越来越激烈。为了适应这种市场竞争，人们不断变换商品形式，变换市场交易的交易规则、交易流程，交易场所（交易柜台）等。所有变换都是为了更好地进行商品销售，在实现销售的同时尽可能降低交易成本。例如，化妆品柜台和肉菜柜台为什么有那么大的差别？相信这是人们长期市场实践总结出的结果。由于化妆品的消费群体是爱美的女士，她们为了保养舍得花钱。高档的化妆品相当于奢侈品，所以化妆品柜台必须设计得比较高雅。而肉菜市场则不同，肉菜是人们每天生活必需品，利润不可能太高。如果卖肉菜的柜台设计得像化妆品柜台那么华丽，显然必亏无疑，这种属于交易柜台的变换。也许百货商场交易场所的变化是近十多年最大的变换。

记得十多年前人们还只习惯售货员站柜台售货，改革开放初期新闻媒体还经常评论售货员的服务态度等。如今大大小小的超市已经遍布全国各地城乡，自选超市已经成为商品市场的主流。凡是能够让人们自选的商品几乎都采用了自选方式，这种方式除了降低人工成本之外，更重要的是为消费者提供了最便利的购物方式，充分满足了消费者的购物心理，并极大地促进了消费。随着互联网的发展，网络超市、网络购物等

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场模式已经开始普及。网络商城极大地降低了实体商场的成本，特别是中国近年来房地产的升温，房地产价格不断攀升，人工成本也在不断提高，这些都进一步促进了网络商场的发展。京东商城就是一个典型的案例。京东商城从 2004 年创立起至今，获得了极快的发展。2004 年年销售额仅为 1000 万元，而到了 2012 年，它的年销售额突破了 600 亿，而 2013 年和 2014 年则高达 1000 亿元和 2000 亿元。这种发展速度令人惊叹，也只有互联网时代才可以做到。在高速发展的同时，京东商城还是一家至今仍然亏损但又始终能够获得投资者青睐的公司。

至今为止，京东商城融资总金额高达几十亿美金，京东商场在不断刷新中国电商企业融资纪录。一家连续亏损的企业可以不断获得国际资本的青睐，获得如此巨额的融资也算得上是企业发展史的奇迹。显然，京东商城并没有创造什么新的模式，互联网商城已经有 30 多年历史。京东商城依托的是中国这个大市场，国外资本看好的是中国经济繁荣背景下的消费大市场。

尽管现在京东商城不盈利，但是依托中国消费这个大市场，在巨额销售量下，蕴藏着无限广阔的盈利空间，这就是国外资本敢于巨资投入的原因。事实上，随着中国房地产和人工成本的不断提高，交易成本将会让所有实体商城都转向网络商场，网络商场的最大优势就是极大降低了交易成本。尽管这些市场交易方式的变换还是属于简单的交易变换，但是已经给人类经济生活带来了很大的变化。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2. 间接变换

复杂些的变换是将原本要交易的标的物采用另外一个替代品进行交易，真正交易的商品完全不是原来的商品。例如，人们乘飞机看电影，交易标的物是“某个时间段座位拥有权”。显然无法直接交易，直接交易成本极高。所以采用更换标的物形式，采用交易票据替代交易实际的座位所有权，达到降低交易成本目的。这种标的物属于必须更换才能交易，还有些标的物属于不更换也能交易，但是更换后极大降低交易成本。后面要讨论的利用股票形式进行变换，才是真正的复杂变换。

三、股票相关变换

1. 股票变换

股票代表的是公司股份或股权，股份是公司资产等分划分后的一部分。股票市场上交易股票本质上是在交易公司的实物资产。股票变换交易包括如下特点：

整体的公司是难以交易的，即交易成本很高。世界上没有专门交易公司的市场，公司的交易即企业并购一般都采用场外交易形式。引入股票后，相当于肉菜市场买卖分割好的猪肉而不是买卖整头猪，交易变得简单。股票本身就是一种票据，现代市场下，股票已经连票据都不是，而只是一种电子符号。

交易股票的本质是交易公司的实物资产。由于公司的价值在不断变化，所以股票代表的交易标的物的价值是变化的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

作为电子符号的股票，由于交割、储存成本极低，加上股票代表的价值每天变化，从而使得股票作为一种特殊商品，可以低成本地反复交易。

市场经济下，交易实现了资源的配置，多次交易特点使得公司资源不断优化，促进公司的发展。

相比较普通市场，商品的价值往往是固定的，即使变化往往也比较缓慢。包括用票据替代交易的市场，如飞机票、电影票交易，标的物的价值也是确定的。唯有股票代表的标的物是一个活的组织，是一个价值不断变化的组织，这是其它票据没有的特点。

2. 股票变换交易的意义

首先，股票变换交易使得原本无法交易的整体企业实现了可交易。企业有多种形式，股票变换交易对应的是股份制公司。直接交易一个企业是很困难的，但是通过股票变换交易股份制公司却很容易。而一个企业改造为股份制公司是很简单的事情，不过就是企业组织形式的变化。当然我国过去对此不理解，老公司法下，设立股份制公司甚至还要省级政府批准。新公司法后以及商事制度的改革，使得设立股份制公司越来越简单。

其次，股票变换交易解决了世界上一切原本不可交易但是可以装入公司的物品的交易。这是一个非常有重大价值的变换交易方式，其意义怎么评价都不为过。关于这一点我们后面还会深入研究，先以古代曹冲称象故事加以说明：

当年吴国孙权送给曹操一只大象，曹操十分高兴，带领文武百官和小儿子曹冲一同去看。曹操对大家说："这只大象真是大，可是到底有多

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

重呢？你们哪个有办法称一称？”大臣们议论纷纷，却没有人能够想出给大象称重的办法。没想到五岁的曹冲对曹操说：“爸爸，我有个法儿，可以称出大象的重量。”于是他就带领大家来到河边。河里停着一只大船，曹冲叫人把象牵到船上，等船身稳定了，在船舷上齐水面的地方，刻了一道印做标记。再叫人把象牵到岸上来，把大大小小的石头，一块一块地往船上装，船身就一点儿一点儿往下沉。等船身沉到刚才刻的那道标记和水面一样齐了，曹冲就叫人停止装石头。大臣们睁大了眼睛，起先还摸不清是怎么回事，看到这里不由得连声称赞：“好办法！好办法！”现在谁都明白，只要把船里的石头都称一下，把重量加起来，就知道象有多重了。

在当时的历史条件下，大象是无法用秤来称重的，曹冲借用了船和石头，实现了对大象的称重，相当于石头（船）变换称重。大象被石头所替代实现称重，使用了船介质和力学原理。当年的石头（船）变换称重具有十分重要的价值，可以对原本不可称重的物品称重，把一件不可能事件变为可能。

3. 股票变换价值

如同石头（船）变换称重，股票变换交易可以实现一切只要能装入公司的物品的交易，不论该物品是可交易还是不可交易，只要能装入公司即可。事实上公司由人、财、物等组成，理论上可以装入任何东西，所以理论上股票变换交易可以实现对一切物品的交易。

过去我们理解股票、股票市场，往往都是从股份制、发行股票融资角度出发。如同我们理解船的功能，船是运输工具。运输工具是船的主要功能，而将船结合石头，利用力学原理，实现大象的称重，称重成了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

船的派生功能。股份制公司也是如此，融资是其主要功能，但是实现不可交易物品的交易，则是股份制公司、股票、股票市场的派生功能。从这个意义上说，股票交易尽管是西方人发明的，但是股票交易产生的派生功能却是源于我国古代曹冲称象的原理。

当然，古代曹冲仅仅是解决了一个死的物品的称重问题，而现代人对企业的交易是实现了对一个活的物品的交易，即股票市场实现了对一个每天价值在不断变化的企业的交易。大象的重量是不变的，从而所有石头的总重量等于大象的重量。这种变换相当于是大块划分为小块，使得原来无法称重的大块资产变成多个小块资产的总和。这是一种大分小的变换，把企业等分为股份后，每份小股票的总和等于整个公司的总股份，那么人们交易股票似乎也是一种大分小的变换。大分小的变换属于一种静态的分割，如果股票市场仅仅实现大分小的变换交易那么问题就简单了。不难发现，股票市场除了能进行大分小的交易，即原本交易企业现在变成交易小的股票之外，更重要的是其每天的交易。每天交易代表的是什么含义呢？即时间的长与短，这是非常有意义的一种变换交易。企业不像大象，重量是不变的，企业的价值随着企业的发展而变化。交易股票的本质不仅仅是大分小的交易，更是根据股票价值变换的交易。所以，人们每天交易股票，并且是根据企业价值的变化在交易股票，从而实现了一种无法在普通商品市场上实现的交易。所有普通商品交易的商品都是静态的，而股票市场上交易的股票是动态的。正是这种动态交易，或者说变换的动态交易，构成了奇妙的股票市场。

总之，股票变换交易实现了三维度交易，第一个维度是将公司大分小交易，整体公司切分为若干个小股权交易；第二个维度是将原本不可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

交易的物品装入公司后实现可交易；第三个维度是按照公司价值变化进行的每天交易，实现活的交易而非死的交易。

4. 不可交易到可交易

前面已经分析了股票变换交易的主要功能是实现了对原本不可交易物品的交易。实际上绝大多数商品不存在不可交易问题。即通过商品变换、市场变换等等，最终可以实现这些商品的交易。对可以交易的物品，股票变换交易似乎没有多少价值。然而，对科技成果这种特殊商品来说，却价值非凡。

（1）技术商品

我们将用于交易的科技成果称为技术商品。技术商品是科技人员的劳动成果，其价值是投资增值，即投资者购买技术商品都是为了投资增值。

技术商品具有两个重要特点：

不可交易性

技术商品的价值是投资增值，交易时没有人知道所交易的技术商品是否投资能增值，也就是说技术商品必须变换后才能交易。遗憾的是人们找不到一种可以让技术商品变换后能交易的方法，即技术商品不符合商品交易定律，不可交易。如果硬要交易就属于赌博式交易。我国三十年技术市场实践不成功证明了这一点。

价值变动大

世界上可能没有一种商品的价值变动能超越技术商品。技术商品是一种生产要素，如果是世界上独一无二的技术商品，那么理论上价值无限；如果仅仅是对现有技术商品的改进，只要与资金、人力等资源结合得好，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

技术商品同样可以创造很高的价值；第三种情况是大部分技术商品会被淘汰，即价值为零。

（2）技术商品交易

如同古代大象不可称重一样，现代社会技术商品不可交易。为了解决技术商品交易问题，我们就利用股票变换交易方法，将技术商品装入公司后，借助股票交易实现对技术商品的交易。

将技术商品装入公司本身就是第一次交易，如同大象难以称重，但是装入船中却很简单。技术商品融入公司置换成一定比例股权，究竟占据多大比例股权是市场交易的结果，总之是完成了相对比较简单的第一次交易。由于技术商品是生产要素，其价值必须与其它生产要素结合后方能体现。所以技术商品的真正价值是通过公司运作才能体现的，而公司运作如果没有交易，价值就无法计量。所以，对包含有技术商品的公司交易就成了必要条件。包含有技术商品的这类公司我们称为科技型公司，科技型公司的技术资产必然占据较大份额。当市场对科技型公司进行交易时，核心是在交易技术商品。

四、技术商品变换交易

1. 技术商品交易意义

我国人均自然资源匮乏，必须依靠发展科技推动经济发展。我国历代国家领导人一直高度重视发展科技。早在新中国成立初期，毛主席就提出向科学技术进军，要赶上和超过世界科技的先进水平。1978 年，党中央召开全国科学技术大会，邓小平同志在会上提出四个现代化的关键

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是科学技术的现代化。1988 年，邓小平同志又提出了“科学技术是第一生产力”的英明论断。1995 年，江总书记代表党中央正式宣布国家实施科教兴国的战略。2011 年，胡锦涛总书记在庆祝党的九十周年大会上再次提出：“要以科学发展为主题，以加快转变经济发展方式为主线……加快经济结构战略性调整，加快科技进步和创新。”2014 年 6 月，习近平总书记在出席中国科学院和中国工程院院士大会上发表重要讲话，特别指出：“科技是国家强盛之基，创新是民族进步之魂。”

为了发展科技，我国长期实施科教兴国战略，国家不断加大对科技和教育的投入。目前中国已经成为全球科技投入第二、科技人才数量第一的科技大国，但没有成为科技强国。表 10.1 是我国近十年来科技投入 R&D[1] 的增长情况。

年份	R&D 投入（亿元）	占 GDP 比重（%）	世界排名
2005	2450	1.34	第 6 位
2006	3003.1	1.42	第 6 位
2007	3710.2	1.49	第 5 位
2008	4616	1.54	第 5 位
2009	5802.1	1.7	第 4 位
2010	6980	1.75	第 4 位
2011	8160	1.83	第 3 位
2012	10249	1.97	第 2 位
2013	11906	2.09	第 2 位
2014	13400	2.11	第 2 位

表 10.1 我科技投入 R&D 的增长表

（来源：国家科技部网站 · 科技统计）

从表 10.1 中可以看出，我国科技投入每年递增，如今已经跃居世界第二。遗憾的是，我国对科技的高投入并没有获得高回报，科技对经济

① Research and Development，衡量科技投入指标。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的贡献度一直较低。早在 2002 年，经济学家吴敬琏教授就指出："发展高技术产业是中国的长期国策，早在 20 世纪 50 年代中期，中共中央就提出了赶上和超过世界科技的先进水平的口号。可以说，数十年来中国人民为发展现代科技做出了巨大牺牲和不懈努力，但是迄今为止科技现代化的进展是不尽如人意的。中国科技水平和先进国家的差距不是在缩小，而是在扩大。"经济学家王小鲁教授等也指出："长期以来，中国的经济增长也呈现出粗放型增长方式的特点，主要表现为增长由大量资本、能源和原材料以及劳动力投入推动，而技术进步或全要素生产率（TFP）增长对经济增长的贡献比较低。"①

不难发现，我国科技发展仍然滞后的主要原因是我国科技成果（又称技术商品）转化率低下。2013 年 12 月在北京召开的中国经济年会(2013-2014) 上，时任国家发改委副主任的张晓强透露，中国的科技成果转化率仅为 10% 左右，远低于发达国家 40% 的水平。2014 年 6 月 9 日，习主席在中国科学院第十七次院士大会、中国工程院第十二次院士大会上发表重要讲话（简称重要讲话），尖锐批评道："多年来，我国一直存在着科技成果向现实生产力转化不力、不顺、不畅的痼疾，其中一个重要症结就在于科技创新链条上存在着诸多体制机制关卡，创新和转化各个环节衔接不够紧密。"科技成果转化率低一方面使得国家大量的科技投入效率低下，另一方面导致我国科技发展滞后，制约经济转型升级。

科技成果转化实际上就是科技成果资源的配置问题。资源配置只有计划与市场两种方式，显然必须采用市场配置方式，即需要能交易技术商品的技术市场。遗憾的是我国改革开放初期创建的数万技术市场如今

① 王小鲁、樊纲、刘纪鹏．中国经济增长方式转换和增长可持续性（2009 年）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大部分偃旗息鼓。技术市场失败说明技术商品无法采用普通商品交易方式，也说明我国科技成果尚无市场配置机制，这是导致我国大量科技成果转化率低的主要原因。

2. 解决科技发展瓶颈

技术商品无法直接交易，我国三十年技术市场实践证明了这一点。无法直接交易使得技术商品必须间接交易，这就是利用股票变换交易原理，通过交易股票间接实现对技术商品的交易。股票变换交易技术商品具有十分重大的意义。

（1）实现了不可交易技术商品的交易

技术商品如果不可交易，相当于前期投入全部打水漂，所以解决技术商品交易问题意义重大。

（2）交易决定价值

市场经济下，商品价值是交易决定的，通过对技术商品的间接交易方能实现对技术商品价值的计量。我国每年形成的大量技术商品无法交易，即便存在较高价值的技术商品也被遗弃。所以，没有交易即没有市场配置机制是导致我国科技发展滞后的主要原因。

（3）促进科技金融发展

国内目前较为流行的词语是科技金融，而大部分人狭隘地理解金融仅为资金融通，一讲到科技金融就理解为如何解决对科技相关企业的融资。从本书提出的股票变换交易，包括后面要讲述的科技股票市场，实际上是从金融工具角度解释了金融的另外一个重要属性，那就是工具属性。也就是说，金融实际上有两个属性，融资与工具。需要强调的是，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金融工具属性重于金融融资属性。科技金融的本质是利用金融工具属性解决科技发展问题，尽管金融融资属性对发展科技也十分重要，然而资本的逐利性决定了资金融通的流向，金融资本不会因为你强调发展科技就无端流向科技。而金融工具则不同，人们可以利用金融工具解决科技发展问题。美国之所以能够成为科技强国，并不是美国金融对科技有多特别的支持，全世界金融资本属性一样，但是全世界唯有美国利用了金融工具属性对科技的支持。如果看不到这点就不能解决我国科技发展滞后问题。

（4）巨大的经济和社会效益

我国每年对科技投入高达 1 万多亿，最终形成的科技成果如果不能交易，这些投入几乎价值为零。股票变换交易只要能让科技成果转化率提高 10%，实际上已经为国家每年增加了 1 千多亿元的科技投入，社会效益就更不必说了。每转化一个科技成果都形成了一个新的科技型企业，每进行一次转化需要大量的科技中介服务，每进行一次股票变换交易均产生价值，这是一条巨大的产业链，可以解决当前我国很多社会问题，包括就业、科技发展、金融创新等等。

本章小结：

* 任何商品的交易均必须先进行变换，使得商品符合交易定律。

* 变换分多种类型：与商品相关变换、与市场相关变换、直接变换和间接变换。

* 具有重要价值的是与股票相关的变换交易，解决了一些原本不可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

交易商品的交易。

* 技术商品就是一种原本不可交易的商品，利用股票变换可以实现对技术商品的交易。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十一章

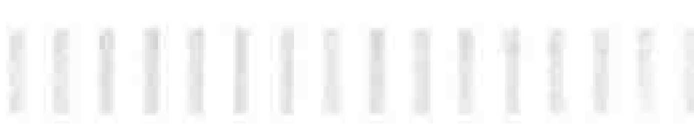
科技股票市场

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第十一章 科技股票市场



在传统股票市场基础上，本章提出一种新的股票市场类型——科技股票市场，试图探索利用股票解决科技成果交易问题。长期以来，困扰我国科技事业发展的瓶颈问题是作为技术商品的科技成果无法在普通市场上交易，科技成果不能市场交易，自然没有市场配置机制。本章研究利用股票工具，创建能够解决技术商品交易的新型技术市场，将该新型技术市场命名为科技股票市场。科技股票市场是科技与金融结合的创新市场。

一、创新的股票市场

1. 科技股票市场定义

股票市场交易的标的物是股票，股票代表一个公司的股权，而股权又代表的是公司的资产。所以，交易股票实际上是在交易公司的资产。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

正常情况下，传统公司的资产包括土地、厂房、设备、资金、技术、人员等等。有一类公司称为科技型公司，这类公司往往没有太多的土地、厂房、设备等重资产，更多的是技术、专利、人才等轻资产。当人们在交易股票即股权时，显然，如果股权代表的是土地，那么交易股票的含义是在交易土地；如果股权代表的是厂房设备，那么交易股票的含义是在交易厂房设备；如果股权代表的是技术、专利，那么交易股票的含义是在交易技术、专利。这个逻辑如同我们购买“票”一样（交易的票据），当票代表的是飞机座位时，说明我们交易的是飞机座位（某个航程）；当票代表的是汽车座位时，说明我们交易的是汽车座位（某个行程）；当票代表的是电影院座位时，说明我们交易的是电影座位（看某场电影）。

交易抽象的票据不重要，重要的是票据（股票、飞机票等）代表的实质内容。所以，当我们在股票市场上笼统谈论股票交易时，实际上代表着交易很多完全不同的资产。有的股民偏爱买金融股，金融股代表的是金融公司的运作模式；有的股民偏爱买资源类股，资源类股代表的是这些公司拥有的土地、矿产等资源；有的股民偏爱买科技股，科技类股代表的是高科技。本章谈论的科技股票，是指这些股票代表的是高科技成果或产品，自然是科技型企业呈现的科技股票。

定义 11.1：科技股票是指主要包含科技成果资源公司的股票。

例如，微软公司的股票就是科技股票，因为微软公司股票代表的资产主要是计算机操作系统，高科技产品。

定义 11.2：科技股票市场是指交易科技股票的股票市场。

科技股票市场形式上交易的还是公司股票，只不过要求这些公司主要包含的是科技成果资源，形成的是科技型公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

定义 11.3：科技股票市场是交易技术商品的技术市场。

抛开交易标的物，科技股票代表的是科技成果要素资源，是技术商品，所以，科技股票市场本质是交易技术商品的技术市场。从定义中看出，科技股票市场是技术市场，属于技术市场范畴，最终实现的应该是技术商品的交易。然而在形式上，科技股票市场是交易股票的股票市场。所以可以认为，科技股票市场形式上是股票市场，本质上是技术市场。一个拥有黄金矿产资源的股份制公司，我们交易其股票的本质是在交易黄金矿产；一个拥有计算机操作系统的高科技公司，我们交易其股票的本质是在交易计算机操作系统。笼统地说，一个拥有技术商品的股份制公司，我们交易其股票的本质是交易技术商品。

用交易股票来替代股票代表的资产或资源，除了交易成本等因素之外，最重要的作用是当某个资产是不可交易或难以交易时，用交易股票形式就简单实现了交易。实际上股票代表的公司就是如此，整体公司难以交易，而用股票替换交易就简单多了。当某种资产对一个国家的经济发展有非常重要的作用，却又难以交易时，这意味着此种资产无法实现市场配置，从而导致了配置效率低下问题。当我们可以用股票替代交易从而实现市场配置时，显然意义十分重大。科技成果资源就是一种典型不可交易的资产。今天我国科技为何发展缓慢，重要因素就是科技成果要素资源由于无法直接交易从而没有市场配置。用科技股票市场试图解决这一问题。

2. 现象到本质

人们通过商品交易实现资源有效配置。各类资源也是商品，称为要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

素商品。要素商品需要与其它商品结合后才能产生效用，又称为生产要素资源。技术商品属于生产要素资源，必须与其它要素结合才能产生价值。与其它生产要素不同的是，技术商品作为一种特殊商品，其价值可能变化会很大，并且这种价值变化是无法预测的。当人们采用传统普通商品交易方法进行技术商品交易时，失败是难以避免的，因为那是赌博式交易。也就是说，技术商品交易难以实现等价交换。既然商品交易遵循的是等价交换原则，技术商品难以实现等价交换说明难以交易，我们必须寻求与传统商品交易不同的方法以实现对技术商品的交易。

技术商品存在如下两个特点：(1) 需要与其它生产要素结合后方可创造价值。显然，公司（或企业）是技术商品与其它生产要素结合的有效载体；(2) 技术商品的价值变化范围很宽，人们难以预测，只有靠时间检验。由于技术商品存在上述特点，使得人们探寻对技术商品交易方法必须建立在这些特点基础上。所以从逻辑上分析，单个技术商品的价值是无法体现的，特别是技术商品价值取值范围很宽，与其它不同的生产要素结合可能产生不同的价值。不论如何，解决技术商品的计量首先要解决技术商品与其它生产要素的结合问题。说明将技术商品融入企业是解决技术商品与其它生产要素结合的有效方法。所以为了解决技术商品的等价值交换问题，第一步需要将技术商品融入企业。将技术商品融入企业视为一次交易，似乎可以推导出技术商品交易的第一步需要完成第一次交易即将技术商品融入一个企业。

当一个技术商品通过第一次交易融入一个企业后，技术商品将与其它生产要素产生化学反应，形成以技术商品为核心的价值创造链。这种化学反应使得技术商品的价值可能很高或者很低，随着时间的变化而改

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

变。因此，对技术商品交易显然需要与对企业交易联系起来。借助于股份制公司的标准划分和对股票反复交易的概念，我们可以将对技术商品的交易与对股票交易概念等同起来。对股票的交易相当于对技术商品的划分交易，对股票的每日交易相当于按照技术商品创造的价值进行等价交换。

对技术商品的这种交易方法，如同古代曹冲称象。我们的科技型公司就是曹冲称象的那条船，将技术商品装入公司，如同将大象赶入船中；对公司股票的交易，股票如同石头，可以分开交易（分开称重）。通过这一系列的变换，使得大象由不可称重变为可称重，技术商品从不可交易变为可交易。

将技术商品装入科技型公司完成的是第一次交易，是实现对技术商品初始价值的认定。如果没有这第一次交易，实际上就没有技术商品真正价值的挖掘。不论一个技术商品投入的研发经费有多大，当它交易不出去时，这个技术商品是没有价值的。所以，交易是确定技术商品价值的唯一办法，而完成初始交易即把技术商品融入股份制公司是实现交易的第一步。第一次交易也是市场竞争的结果，究竟把技术商品以什么价值与公司股权交换即占科技型股份制公司多少股份，涉及科技型公司的总规模、买卖双方最终对技术商品的价值认定、市场环境等等因素。总之，完成技术商品第一次交易是市场化竞争的结果，是比较困难的事情。最重要的是，第一次交易仅仅是开始，更多的价值认定需要在科技股票市场上多次交易。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3. 交易科技股票的本质

实现技术商品交易，可以模仿曹冲称象故事将技术商品装入公司，通过交易公司股票实现对技术商品交易，这类股票称为科技股票。

当技术商品完成第一次交易后形成了一个科技型公司，这个科技型公司就应该立即进入一个科技股票市场进行交易。一方面在科技型企业内实现科技成果要素资源与其它生产要素资源的结合，创造价值；另外一方面通过该科技型公司在科技股票市场上的不断交易，不断整合资源，发现价值。由于科技型公司的主要资产是科技成果，交易科技型公司的本质是在交易科技成果，该科技型公司的股票价格反映的就是科技成果的价值。

以微软公司为例。微软公司的资产主要是计算机操作系统技术，其它资产无足轻重。假设微软公司的市值是 4000 亿美金，相信其技术至少占据 80% 以上。当年类似微软的计算机操作系统有很多个，并非微软一家，当年人们也并不知道微软的操作系统技术如今这么值钱。微软的操作系统技术实际上是融入了微软公司后通过反复交易最终形成的价值，没有交易也就没有微软操作系统技术的今天，即没有微软今天的辉煌。

我国每年产生大量的科技成果，由于没有解决技术商品交易问题，即科技成果没有市场配置机制，从而导致我国大量科技投入打水漂，因为科研人员研发出来的科技成果卖不出去等于没有价值。若没有当年曹冲想出的变换方法，当时的人们就无法对大象称重，今天如果没有用科技股票市场，人们就无法交易技术商品。

借助于股票对技术商品交易是一种二维交易模式，完全符合技术商

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

品的价值特性。第一个维度是时间维度，多次交易使得每次交易实现对技术商品当时价值的认定，并且价值随着时间的变化而变化。第二个维度是资产维度，分割交易使得多人可同时进行资产分割交易。

二、科技股票市场架构

1. 科技股票市场功能

前面我们定义科技股票市场本质上是一个交易技术商品的技术市场，技术商品的两个特点使得人们只能采用科技股票市场实现对技术商品的交易。所以，科技股票市场的功能就是实现对技术商品的交易。表面上看，科技股票市场与传统股票市场交易标的物没有区别，都是交易股份制公司股票，最大的区别是前者目的是为了交易技术商品，后者是为了股份制公司股东的退出。科技股票市场实现了对原本不可交易的技术商品的交易，科技股票市场的功能就是实现技术商品的交易，或者说科技股票市场可以实行科技成果的产业化。当技术商品达成交易后，市场竞争获得的均衡价格就是技术商品的价值，这就是市场的定价功能。在市场价格指引下对研发、生产、产业化的作用实行科技资源的优化配置。

2. 科技股票市场交易模式

（1）交易标的物特点

科技股票市场交易标的物仍然是股票，但是与传统股票市场的一个重要区别是交易的都是科技型股份制公司的股票，目的是为了交易其中包含的技术商品。显然这种标的物包括两个特点，一是数量大，对一个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以科技为发展战略的国家来说，每年会产生很多技术商品，从而交易数量巨大。二是价值变化范围广，技术商品不同于传统要素商品，价值的变化巨大，并且人们难以捉摸出其变化的规律。其价值变化不仅仅与技术商品本身相关，更和与之结合的其它生产要素相关。三是技术商品的价值一定是随时间变化而变化的，即技术商品价值是时间的函数。

（2）商品特点决定了商品交易模式

任何市场交易模式都是由商品特点决定的。

普通商品的特点是数量众多，所以只能采用分散市场交易模式。凡是普通商品，我们从来没有见到整个国家采用一个大一统的集中市场，现实中不可操作。普通商品的价值往往容易分辨，即参加交易的普通百姓都是知道商品价值的。如果不知道那么就必须通过建立品牌、三包政策使得百姓知道。普通商品的价值往往不随时间变化而变化，即在短时间内价值不会改变。所以普通商品市场采用的是分散的、一次性的、自我的（不需要借助于专家的力量）交易。在普通商品市场上，百姓可以自己自由选择，决定购买商品，采用的是一次性一手交钱一手交货模式。

传统股票市场上交易的股票特点决定了股票市场可以采用集中交易模式，所以我们看到可以有全国乃至全球的一个集中股票市场。股票代表的股份制公司股权的复杂性使得正常情况下，交易股票应该借助于专业机构，而不能像交易普通商品那样自己交易。当对一种商品价值判断不清楚或者根本不判断就交易时，实际上是一种赌博式交易。赌石市场上的毛石交易实际上就是赌博交易，我国股票市场上的散户股民自行交易也是一种赌博交易。传统股票市场的股票代表股份制公司股权，由于股权价值也是变化的，所以传统股票市场也是采用多次交易，即每天都

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可以进行反复交易。即传统股票市场可以采用集中、专业、多次交易模式，传统股票市场大部分采用集中交易模式。过去的股票交易所在集中交易模式下，还有集中场地、人工报盘概念。如今已经全部是电子化、网络化交易系统，传统的交易大厅已经没有存在的必要。

科技股票市场上交易的股票与传统股票市场上交易的股票存在本质区别，前者目标是交易技术商品，后者目标是交易股份制公司股权。首先，对一个以科技为发展战略的国家来说，技术商品数量众多决定了科技股票市场应该是一个分散的市场而不是集中市场。其次，由于技术商品的价值难以分辨，所以交易科技股票也需要借助于专业机构，做市商是一种好的模式。最后，科技股票代表的技术商品价值每天变化较大，所以科技股票交易应该也是多次交易。即科技股票市场应该是一个分散的、非自我的、多次的交易市场。

3. 基金与做市商

普通商品市场必须符合我们前面论述的交易定律 9.2，人们只有获知商品的价值信息交易方可进行。当人们在普通商品市场上交易时，往往都已经知道商品的价值信息，所以采用的是一种自我的交易，即非专业的交易。股票市场和科技股票市场则不同，不像普通商品的价值交换是一次性完成，购买股票的价值实现是通过两次交易完成的。普通百姓难以判别两次交易期间的价值变动情况，或者说难以判别投资的股票后期价格走势。所以，投资股票或科技股票，最好的办法是借助于专业机构的专业研究。国外散户投资者一般不直接自己买卖股票，而是通过专业机构交易。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对应采用集中交易的股票市场，散户投资者往往借助于基金公司，即通过基金公司代为买卖集中股票市场的股票。而对于采用分散的科技股票市场，散户投资者应该借助于做市商这样的机构。不论是基金公司还是做市商，都属于专业投资机构。对一种价值不确定的商品进行交易，实际上属于赌博式交易。正常情况下，人们是避免赌博式交易的。

基金公司和做市商同是资金、人才、专业实力较强的机构，但是运作方法不同。基金公司不是我们讨论的重点，科技股票市场是分散的市场，采用的以做市商为代表的专业机构，所以我们重点讨论做市商这种专业机构的运作模式。

我们都十分清楚商业银行的运作模式，用较低的利息吸取公众存款，然后以较高的利息放贷给企业，商业银行赚取利息差同时承担放贷风险。由于我国存贷差是计划方式确定的，相对来说商业银行风险较小。在一个完全市场化竞争条件下，商业银行承担较高的风险，一旦放贷失误可能造成灭顶之灾，收益与风险是对应的。在科技股票市场上，充当做市商的投资银行与商业银行的运作模式类同。投资银行吸取股份制公司的股票，然后转卖给普通投资者，与商业银行赚取的是存贷差类似，投资银行赚取的是股票价格差。把投资银行视为商业银行，储户首先将钱存入商业银行，这里是股份制公司首先将其部分股票卖给投资银行，相当于股份制公司把股票存入投资银行（只不过这里不是存而是卖）。注意到不像存钱那么简单，投资银行要考察很多企业，对企业要做深入尽职调查，最后谈判形成投资银行作为该企业做市商的协议。协议包括的内容很多，如投资银行以每股多少钱购买、购买数量、挂牌转让价格、做市商数量等等，然后再在投资银行柜台交易系统上进行挂牌交易。所谓挂

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

牌交易就是低买高卖，例如，某个投资银行对A股份制公司的股票买入价是1元/股，然后在其柜台交易系统上挂牌卖出价是1.1元/股。当买入/卖出价格没有变动情况下，散户投资者始终是按照1.1元/股买入而1元/股卖出。随着公司业绩的增长或下降，做市商的投资银行定期或不定期调整其买入/卖出价格，而散户投资者只能按照做市商给出的报价进行买入卖出。

正常情况下，一个股份制公司可以选择多个做市商，而一个做市商可以代理多个股份制公司。散户投资者尽管是购买股份制公司的股票，实际上是购买做市商的专业知识。长期的市场检验，当某个做市商在大部分情况下能够正确给股份制公司股票定价、能够分析预测出哪个股份制公司发展潜力大，从而使得散户投资者大部分情况下均可获利，那么人们就会多买这个做市商代理的股票，反之就会抛弃某个做市商。市场的优胜劣汰，最终会让那些好的做市商胜出，而淘汰掉不好的做市商。

如果把一个做市商视为一个市场，那么1000个做市商就有1000个市场，称为分散的柜台交易市场。当然一个做市商可以代理多只股票，每只股票也可以由多个做市商代理，做市商一般由券商或其它金融机构组成。

做市商交易模式具有如下特点：

（1）做市商责任重大

传统股票市场上，券商代理投资者买卖股票不必承担投资失败责任，主要风险是投资者自己承担。科技股票市场上，做市商实际上也是券商担任。相比之下，做市商责任重大。首先，做市商要在成千上万个科技型公司中筛选，并且能够给其科技股票正确定价。事实上，这个过程相

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当于做市商与科技型公司之间的批发交易，做市商自然希望获得的股票价格越低越好，而科技型公司希望转让的股票价格越高越好，最终双方寻求到合理的价格。其次，做市商用自有资金收购了某个科技型公司的股票，能否按照比收购价格更高的价格卖出这是做市商能否盈利的关键。当无法按照预定价格卖出时，做市商只能被迫降价，这就是做市商的风险。

（2）有效的市场机制

做市商模式下，科技型公司、做市商、普通投资者三者利益捆绑在一起。科技型公司是做市商筛选出来的，如果由于科技型公司业绩下滑导致做市商蒙受损失，科技股票市场上反映出来的是该科技型公司股价下滑，对该科技型公司的发展包括融资都有负面影响。反之如果该科技型公司业绩快速上升，做市商代理的科技股票价格上升，导致多个做市商愿意与该科技型公司合作，形成一个科技型公司多个做市商代理，那么对科技型公司的发展就大有益处。做市商更是受到市场的检验，如果做市商专业水平差，代理的是一个发展前景不好的公司，那么首先做市商的自有资金投入就有亏损风险。更重要的是如果某个做市商多次代理到差的科技型公司之后，在科技股票市场上就会留下不好的名声，即便日后代理的是一个发展前景较好的公司，可能广大投资者也不敢投资，长久下去该做市商就会被市场淘汰。对于广大投资者来说，由于无法直接判断科技型公司对应科技股票的价值，只能通过选择做市商来进行有效投资。当选定了某个或某些做市商大部分情况下都能盈利时，投资者就会保持成为该做市商的客户，否则就会选择另外的做市商。市场最终一定会筛选出优质的科技型公司和优质的做市商，那些劣质的科技型公司和水平低的做市商就会逐渐被市场所淘汰。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国内目前在新三板开始试行做市商制度，有人误解做市商是庄家，事实上做市商与庄家完全是两回事。

4. 集中与分散交易

集中交易模式的特点是股民与股民之间在做股票交易。与集中交易模式不同，分散的做市商模式下，股民是与做市商在进行交易，不论买入股票还是卖出股票，都是在股民与做市商之间进行交易。相当于做市商先从股份制公司那里批发出股票来，再与股民交易。

集中交易模式的优点包括搜寻成本低、交易效率高、对商品定价准确等，特别是规模效益下往往交易成本较低，但是集中交易模式的主要缺点是不知道交易对手是谁，相当于是投资者与投资者之间的交易。集中交易模式往往适合那些交易较大规模、业绩稳定的大股份制公司。分散交易模式的优点是专业机构先行介入，普通投资者实际上是与专业机构进行交易。相当于百姓到大超市购物，百姓通过与大超市的交易，解决商品品质难以识别的问题，做市商下的投资银行就是大超市的角色。当然分散交易会产生信息分离问题，对公司股票价格会产生一定影响。纳斯达克市场通过信息联网解决了这一问题，科技股票市场应该采用分散交易模式。

三、科技股票市场设计

1. 市场结构

图 11-1 是传统商品市场结构图，假设采用的是超市模式。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



（图 11-1 普通商品市场）

生产企业将其生产的产品通过超市代理销售，消费者通过超市代理商购买生产企业的商品。由于普通商品的（使用）价值容易判别，代理商起到的作用就不太大，主要是建立生产企业与消费者之间的联系，而价值判断主要是消费者自己完成。由于同类商品数量很多，消费者可以有很多选择，在激烈的市场竞争环境下，一个不讲信用的企业将会被市场无情淘汰。

图 11-2 是做市商模式的分散市场。



（图 11-2 做市商股市结构）

在图 11-2 中，公司不是将其生产的产品委托代理商交易，而是将其股票委托给被称为做市商的证券公司委托代理交易。严格来说是做市商购买了公司的股票，然后转卖给普通投资者。在卖出的同时按照一定差价再买回，同时按照公司价值变化调整买入卖出价。显然，做市商代理

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票交易远比超市等代理商代理普通商品复杂得多。首先，一个企业的股票是一种独特的商品，没有可比较的类似商品，因为其它公司股票与这个公司股票没有可比性。其次，企业价值是每天变动的，有可能向上变动也可能向下变动。投资者购买股票完成的价值交换是两次交易完成，需要时间的检验。并且，普通投资者不可能像做市商那样深入了解公司从而难以分辨公司的价值。所以，普通投资者与其说是投资公司不如说是投资做市商。而且要建立有效竞争机制，优胜劣汰。做市商如果不能有效服务于广大投资者，经常造成投资者的亏损，那么这种做市商一定会被淘汰出局，而留下的都是优秀的做市商。

2. 交易流程

科技股票市场作为技术市场，核心功能是为了交易技术商品。所以，科技股票市场的交易流程要从技术商品交易开始。

（1）技术商品融入公司

在实施科教兴国战略方针指引下，我国每年不断加大科技投入，如此必然呈现大量的科技成果涌现。科技成果如果不能作为技术商品进入市场交易，无论它的投资有多大，水平有多高，其价值都无法体现。所以，大量的技术商品必须进入公司，迈开产业化的第一步。技术商品进入公司的第一次交易，需要借助于一个技术市场完成。与传统技术市场不同的是，技术商品拥有方需要建立多次交易概念。技术商品融入公司仅仅属于第一次交易，并不能确定技术商品的最终价值。随后对含有技术商品的股份制公司的多次交易才能形成技术商品的价值，这种方式极大降低了投资者或者说是企业家的投资风险，不是以高价格一次性完成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对技术商品的交易。通过科技股票市场，使技术商品价值逐步获得体现。在成千上万个技术商品中，企业家一定会尽可能筛选出容易产业化和前景看好的技术商品。所以，多次交易流程是一个完全开放的流程，即是一个技术商品方和投资方谈判的过程，更准确地说，是检验一个技术商品产业化效果的过程。显然，如果某个技术商品拥有方对自己的产品产业化具有足够的信心，他看中的必然是产业化的结果即后续的回报，那么这个技术商品容易成交。如果某个技术商品拥有方对自己技术商品产业化没有信心，他担心的是日后产业化不成功则没有回报，也许他就想在初始谈判中尽可能获得高的回报，从而导致这个技术商品无法成交。

（2）科技股票市场交易流程

做市商筛选企业

科技股票市场模式是柜台市场，做市商制度起到关键作用。做市商由那些具有专业知识和资金实力投资公司组成，可以是券商、基金公司、私募基金公司等组成。为了发展科技鼓励投资，国家应该大力发展做市商，具备几千万资金和拥有一定数量专业人员即可组建做市商。可以对做市商分级，按照不同的做市商级别确定做市商投资规模。例如，小的做市商只能投资少量的企业，而大的做市商可以投资多个企业等。美国有 500 多家做市商，中国地域更大，企业更多，特别是中国必须走发展科技之路，所以中国应该创建比美国更多的做市商，只要是民间资本符合条件都应该鼓励创办做市商。一方面可以解决过剩民间资本泛滥问题，另一方面可以引导大量社会资本投资科技，推动科技成果产业化。

做市商利用其专业知识在众多科技型企业中筛选，尽管科技股票市场本源是为解决技术商品拥有方债权转让问题，实现提前回报。但由于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在同股同权下，买方的股权与卖方的股权混为一体了，所以做市商在考察科技型企业时，除了分析整个企业的发展状况，必然会考虑所承接的股权来自原有技术方还是资金方。事实上，现代技术市场模式下，多次交易技术市场的科技成果一旦融入企业，技术方和资金方的命运已经捆绑在一起了。而科技股票市场的做市商模式下，一旦做市商选择了某个企业，自然与原企业的资金方和技术方命运捆绑在一起。共同的经济利益会让做市商、技术方和资金方做出最好的选择，这是一种市场行为，人们不必担心三方最终形成的股权比例结果。做市商一旦选中了某个科技型企业，其所获取的该企业内部信息和成交的价格都不是一般投资者可以做到的。做市商成了该企业的战略合作伙伴而不是简单的投资者，他既要为自己的投资负责同时也要为日后是其衣食父母的客户负责。

每个做市商可以在成千上万个科技型企业中筛选，而每个科技型企业也可以在成百上千个做市商中选择合作伙伴。一个做市商可以根据自己的实力选择多个投资的科技型企业，而一个科技型企业也可以与多个做市商合作。

做市商筛选企业可以认为是在多次交易技术市场上进行的，多次交易技术市场要建立广泛的信息网络，为做市商筛选科技型企业提供便利条件，降低筛选成本。做市商筛选科技型企业到科技股票市场挂牌交易的过程就是筛选企业上市的过程。

科技股票市场挂牌交易

当做市商完成了对科技型企业的筛选并投资后，随即可在科技股票市场上挂牌交易。科技股票市场采用的是分散的柜台市场模式，做市商本身就是市场的一部分，当即可在做市商本身柜台上挂牌交易。例如，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

假设某个做市商对某个科技型企业买入的股票价格是 1 元 / 股，那么就可以按照一定的差额挂牌卖出，如按照 1.1 元 / 股卖出。普通投资者可以按照做市商挂牌的价格进行买卖，例如，投资者 T 日 1.1 元 / 股买入后，如果在 T+n 日想卖出，假设做市商经过 n 日后挂牌买入价格没有变化，那么普通投资者只能按照 1 元 / 股卖出，亏损 0.1 元 / 股。如果 n 日做市商挂牌买入价变更为 1.5 元 / 股了，那么普通投资者就可以按照 1.5 元 / 股卖出，盈利 0.4 元 / 股元。反之如果 n 日做市商买入价变更为 0.9 元 / 股了，那么普通投资者就产生 0.2 元 / 股的亏损。如此循环，科技型企业、做市商和普通投资者的命运捆绑在一起，伴随企业的兴旺或者衰落。由于普通投资者受专业水平和时间等条件的约束，不可能像做市商那样近距离地对企业深入考察、掌握第一手资料，所以说普通投资者与其说是选择企业投资不如说是选择可靠的做市商投资。例如，某个做市商，如果筛选的大部分企业都能够让普通投资者获利，那么经过市场检验的这个做市商就会慢慢获得更多普通投资者的青睐；反之，如果总是让普通投资者亏损的做市商就会被投资者淘汰。依靠这种市场机制，做市商在筛选科技型企业的同时，自己也不断接受市场的筛选。美国历史上曾经有成百上千的做市商，最终让广大普通投资者信任的仅有高盛、美林等少数几个。中国的投资银行也必须经过这种市场的检验，目前这种非市场行为实际上培育不出中国真正的投资银行。

投资者在科技股票市场上的交易

普通投资者只能通过柜台市场上做市商的挂牌买卖科技型公司的股票，不妨将这些科技型公司视为科技股票市场上的上市公司。每天做市商会将其代理的上市公司的买入价和卖出价挂出，投资者在办理科技股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票市场的相关手续后，即可在科技股票市场上交易（买入或者卖出）。相关手续和传统股票市场类似，包括股东账户、资金结算账户等。科技股票市场可采用集中的中央登记结算也可以采用分散结算。由于柜台市场是做市商与投资者之间的交易，不像股票交易所是很多个投资者之间的交易，所以科技股票市场的交易和结算关系相对简单。随后投资者可以在做市商柜台上按照其挂出的价格买入或者卖出，例如，A 做市商挂牌某个上市公司股票买入价格为 1.0 元 / 股，卖出价格为 1.1 元 / 股，意味着股民买入的价格是 1.1 元 / 股，而卖出的价格是 1.0 元 / 股。如果是 T+0 操作，那么当天 1.1 元 / 股买入可以 1.0 元 / 股卖出。这种情况往往是投资者资金情况发生变化，否则不会如此操作。因为柜台市场的股票价格不像股票交易所那样每天波动很大，其每天的价格几乎是不变的。如果是 T+1 操作，那么当天 1.1 元 / 股买入可以在第二天 1.0 元 / 股卖出。

正常情况下，做市商不会每天调整报价，而是根据对应上市公司经营情况进行调整。这种交易方式是上市公司、做市商和投资者紧密联系在一起的运作模式，不是追求短期的股票价格涨跌而是长期的投资价值。

四、两类股市的区别

1. 形式与本质

科技股票市场的本质是通过多次交易和债权转股权交易实现对技术商品的交易，这是世界上目前能见到的实现技术商品交易的市场模式，并且是唯一在美国获得成功的模式。科技股票市场建立在多次交易技术

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场模式上，促进了多次交易技术市场的发展。科技股票市场又以股票市场形式出现，与传统股票市场外表没有区别。科技股票市场交易的是股票与传统股票市场也没太大区别，然而在实际操作中或者从市场担负的功能上看，还是存在一定的区别。

2. 区别是关键

主要包括如下几个方面的区别：

（1）两个市场功能不同

传统股票市场是股份制的配套机制，股份制需要解决融资问题，而股票市场通过提供退出机制促进人们参与直接融资，所以说传统股票市场的主要功能是解决投资和投资退出问题。科技股票市场则不同，它是多次交易技术市场的配套机制，其主要功能是为了实现交易技术商品。科技股票市场本质上是技术市场，即交易技术商品的商品市场。科技股票市场更多可以从普通商品市场去理解，其市场设立目的主要是为了交易技术商品。

（2）交易标的不同

传统股票市场往往以主板为代表。主板上的上市公司往往是优质企业，从这个意义上说，股票市场交易的标的是优质公司。相比之下，科技股票市场是要交易企业内的技术商品，所以它所要求的是科技型企业（装有技术商品）都可以上市，不必考虑其是否是优质企业。

（3）交易数量不同

如果把传统股票市场上市的是公司定义为优质公司，显然任何一个国家优质公司数量是有限的，而科技股票市场上市的是装入了科技成果

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的科技型企业。一个国家的科技型企业数量多少取决于这个国家对科技投入的大小。对中国这种以发展科技为发展战略的国家来说，每年会产生很多科技成果，所以从理论上说科技型企业的数量无限，即所有的科技型企业都可交易。

（4）交易模式不同

数量决定交易模式。主板上的上市企业数量有限，可以采用集中竞价交易方式。而科技型股票市场上市企业数量无限，无法采用集中竞价方式，只能采用分散交易方式。

不管传统股票市场和科技股票市场有多大区别，它们都有一个共同点，即买卖的是一种活的商品，是一种价值处于变动之中的商品，这也是与普通商品市场最大的区别。普通商品价值都是确定的，而股票的价值不确定，这也是股票市场容易被炒作的原因。因此，不论传统股票市场还是科技股票市场，必须要解决好的一个问题是信息披露。提供完整准确的信息不是告诉人们股价的走势，而是通过提供完整准确的信息后，让投资者自己去判断某只股票真正的投资价值。

总之，科技股票市场下采用做市商交易模式具有很大优点，除了解决大量股票交易无法集中问题外，最主要的是解决了盲目投资问题。科技股票市场下交易的是含有技术商品的科技型企业，这种企业与普通企业不同，最大的特点是潜在爆发性强，在大量的科技型企业中，总是存在将来几年中爆发的潜力股。作为专业机构的做市商可以利用其专业知识和与企业密切联系的优势，先于一般投资者挖掘出这些潜力股。由于做市商先行买入了科技型企业股票，使得做市商承担了第一道风险，如果判断失误，做市商将面临亏损风险。正常情况下不可能百分之百判断

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

正确，但是在多次判断中如果某个做市商总是失败最终就会被淘汰。而大部分判断正确的做市商就会脱颖而出，这就是市场经济的优胜劣汰功能。这种市场化模式最终结果是大部分经不起市场考验的做市商机构被市场淘汰，而少数做市商成为最后的赢家。大部分普通投资者不可能有很好的专业知识和时间等条件去分辨科技型企业的优劣，最终只能依靠经受市场检验的、广大投资者公认的优秀做市商，从而形成良性循环。

做市商制度在美国纳斯达克获得了巨大的成功，全美证券商协会规定，券商只有在该协会登记注册后才能成为纳斯达克市场的做市商。在纳斯达克市场上市的每只证券至少要有两家做市商。[1] 在开市期间，做市商必须就其负责做市的证券一直保持双向买卖报价，即向投资者报告其愿意买进和卖出的证券数量和买卖价位，纳斯达克市场的电子报价系统自动对每只证券全部做市商的报价进行收集、记录和排序，并随时将每只证券的最优买卖报价通过其显示系统报告给投资者。如果投资者愿意以做市商报出的价格买卖证券，做市商必须按其报价以自有资金和证券与投资者进行交易。

当我们运用科技股票市场的定义和科技股票市场与传统股票市场的区别来衡量美国纳斯达克市场时不难发现，它是一个标准的科技股票市场。所以，我们需要重新认识美国股票市场体系。

① 目前平均每只证券有 10 家做市商，一些交易活跃的股票有 40 家或更多的做市商。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

五、美国科技股票市场

1. 美国高科技的成功

在《大国兴亡录》一书中，美国作家艾米写道：1991年1月，第一次海湾战争爆发。在沙漠风暴行动中，美军表现出来的令人惊讶的精确打击效果向世界充分证明了一个事实：与这个星球上其它国家的军事实力相比，美国的领先程度恐怕只能用光年来计算——它的实力是这些国家所望尘莫及的。然而，美国在全球拥有的超级实力并非仅仅体现在军事力量一个方面。20世纪80年代，美国在其原有的国民生产总值基础上增加的生产能力就已经超过了联邦德国全部的国民生产总值，而且，值得注意的是，联邦德国是欧洲最大的经济体。经过1990年到1991年相对温和的经济衰退之后，美国经济再一次获得了爆炸式发展，通过微处理技术革命获得了巨大的经济收益，形成了世界历史上创造财富的最伟大阶段”。就在10年前，曾经还有人质疑，美国经济是否有能力与日本和统一的欧洲抗衡。但是，到了90年代，美国经济已经遥遥领先于世界上任何其它国家。刚刚迈进21世纪，美国的GDP，以当时的美元汇率计算，竟然占到了世界总量的1/3，是日本和中国GDP之和的两倍，是大英帝国鼎盛时期经济规模占世界总量比例的3倍还多。20世纪结束时，俄罗斯国内一片混乱，欧洲经济停滞不前，日本则陷入经济衰退的泥沼。总之一句话，美国失去了真正有竞争实力的对手。包括军事、经济乃至文化等所有方面。于是，世界迎来了一个崭新的超级强国。似乎一夜之间，美国成了世界上唯一的霸主。其背后的原因是多种多样的，但是苏联的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

解体应该是最重要的原因。假如苏联没有发生内部分裂，我们今天可能还生活在一个两极化的世界中。此外，所有那些稳步推动美国成为世界超级大国的原因，同时也是美国获得世界霸权的原因。众所周知，美国之所以赢得了原子弹研制这一竞赛的最终胜利，主要得益于爱因斯坦和其他难民物理学家做出的巨大贡献。但是，还有另一个事实却不一定人人都清楚——在“信息技术”这场新竞赛中，移民科学家对美国获得决定性胜利同样做出了巨大贡献。这场竞赛的结果改变了过去四分之一个世纪世界的格局。20 世纪八九十年代，美国获得的巨大发展都直接得益于两个领域的革命性变化——一个是技术方面的，另一个则是金融方面的：微型芯片的发明和风险投资的兴起。

美国高科技的成功，最主要的标志之一是近几十年来，美国诞生了一大批世界著名的高科技公司，包括微软、思科、英特尔、苹果、谷歌、脸谱等。以这些高科技公司为代表的信息产业，在改变世界的同时，创造了巨额的财富。如果把一个国家股票市场的市值视为代表这个国家的经济实力，纽约股票交易所市值代表的是美国传统产业经济，而纳斯达克市场市值代表的是美国新兴产业经济。如果说美国纽约股票交易所市值代表的传统产业经济是在土地等资源基础上建立起来的，那么纳斯达克市场市值代表的新兴产业经济是在科技资源基础上建立起来的。纳斯达克市场的市值曾经超越纽约股票交易所市值，说明没有耗费美国土地等资源的高科技公司同样创造财富。如果说纽约股票交易所上市公司代表的是传统的美国，那么纳斯达克市场上市的高科技公司则创造了一个新的美国。这就是高科技公司的价值，这对中国是一个很好的借鉴，中国人多资源少，发展高科技可以尽可能少耗费土地等资源。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

艾米对美国之所以获得巨大成就的描述基本是对的，但并不十分准确。艾米认为微型芯片的发明和风险投资的兴起推动了美国高科技的发展。严格来说，是以微型计算机和科技股票市场推动了美国高科技的发展。计算机是 20 世纪 40 年代发明的，当时采用的是电子管作为元器件，一台计算机占据一个大房间，运算速度还不快。随着微电子技术的发展，电子管过渡到晶体管，再过渡到电子芯片。当电子芯片越来越小的时候，计算机的体积越来越小，而速度越来越快，从而爆发了计算机革命，计算机广泛普及。金融方面对高技术的推动主要是通过科技股票市场，即以纳斯达克体系为代表的美国科技股票市场。市场是资源配置的最有效工具，商品市场通过交易商品实现资源配置，金融市场通过交易特殊商品——“票据”实现资源配置，金融市场的高效率往往体现在直接引导资金的流动。科技股票市场具有两个市场作用，一是对技术商品交易实现资源配置，二是通过交易股票引导资金流动。艾米看到的风险投资是伴随科技股票市场出现的一种资金现象，美国是有了纳斯达克科技股票市场后才有了风险投资，风险投资通过科技股票市场获得了巨大的发展。所以，准确地说，美国依靠以计算机为代表的信息技术和以科技股票市场为代表的金融体系实现了其建立超级大国的目标。

2. 美国科技股票市场

过去我们看美国股票市场，一般都是从证券市场角度来观察，认为美国股票市场是一个复杂的证券市场体系，具有多层次结构。尽管纳斯达克市场（包括柜台交易公告板、粉单市场等）在过去的几十年间培育出了一大批类似微软、苹果、英特尔、思科等高科技公司，人们总认为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这是金融与高科技结合的结果，是金融推动科技发展的结果，从来没人认识到以纳斯达克市场为代表的股票市场体系首先承担的是技术市场功能。关于这一点可以通过对市场的认识来进一步理解。在一个市场经济的国家，可以没有股票市场，但是不能没有商品市场。事实上世界上大部分国家实行市场经济，开放商品市场，但是很多国家没有股票市场。这个逻辑表明，在市场配置资源模式下，商品市场是基础，是不可或缺的。股票市场是建立在商品市场基础上的、更高层次的市场和更有效率的市场。可以没有股票市场，资源配置效率较低，但是不能没有商品市场，这是个基础市场，脱离商品市场交易对应的企业股票是很荒唐的。中国有很多个白酒上市公司，股票市场交易白酒企业股票，如果是另一个不生产和消费白酒的国家，而这个国家股票市场交易白酒企业股票，显然不太合理。除非是一个跨国的股票市场，但是生产和消费白酒的国家光有白酒商品市场而没有白酒企业股票市场却不奇怪。

我们想说明的是，对于技术商品来说，如同普通商品一样，在市场经济国家内不可能没有交易技术商品的市场，除非一个国家不生产和消费技术商品，否则一定要有对应的技术商品交易市场。显然美国是世界上最大的生产和消费技术商品的国家，并且美国高科技也获得了世界瞩目的成就。按照市场经济的逻辑，美国一定有对应的技术市场，然而我们找不到美国除了科技股票市场还有其它的技术市场形式。曾经国内有人认为美国的技术市场属于分散的场外市场，显然这个逻辑也经不起推敲，市场能够实现资源配置的必要条件是具有供求、竞争、价格三个机制，场外市场达不到这点。综上所述，美国作为世界上最大的生产和消费技术商品大国，一定有技术市场存在，而这个技术市场就是本书描述

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的科技股票市场。事实上从粉单市场、柜台交易公告板到纳斯达克市场，就是美国创造的最好的科技股票市场，即能够交易技术商品的技术市场。大量的技术商品通过这个市场体系的交易，不断配置出优质技术商品形成的产业。例如，微软公司就是从柜台交易公告板脱颖而出的。由于作为技术市场的科技股票市场与股票市场混为一体，使得人们有时难以分辨。事实上，美国的科技股票市场可以认为是由粉单市场、柜台交易公告板市场和纳斯达克底层市场构成，而纳斯达克高层形成了建立在科技股票市场上的股票市场。后面谈到多类型、多层次股票市场时我们还会进一步加以描述。

3. 科技股票市场推动美国高科技发展

美国硅谷，美国乃至全世界的高科技中心，创立于 1971 年，是世界上第一个高新技术园区。它已经成为世界上高新技术产业区的典范，许多国家都将其最著名、最成功的高新技术开发区称为“硅谷”。硅谷位于美国西海岸加利福尼亚州北部，介于旧金山和圣何安市之间，有一个长 48 公里、宽 16 公里的狭长地带，这里集中了美国 96%的半导体公司，并生产电子工业的基本材料——硅片。硅谷作为美国以电子工业为核心的高科技产品研制和开发的基地，已成为美国经济发展最快和最富裕的地区。世界电子工业年销售额为 1000 亿美元，硅谷贡献了 400 亿美元。40 年来，硅谷地区创造了无数经济奇迹和财富神话。在世界上所有独立的经济体中，硅谷的产值高居第 11 位，IBM、英特尔、思科、苹果、施乐、雅虎、网景、亚马逊等一大批著名企业都诞生在这里，硅谷成为众多科技界、企业界风云人物的荟萃之地。可以说，硅谷是当今美国乃至全世

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

界信息产业的龙头。在这片狭小的空间里，竟然云集了 7000 名博士，涌现出 15000 多名百万富翁。在硅谷，集结着美国各地和世界各国的科技人员 100 万以上，美国科学院院士在硅谷任职的就有近千人，获诺贝尔奖的科学家有 30 多人。

我们并不否认是电子技术的发展成就了美国硅谷，但是我们看到，几乎所有的高科技公司都是科技股票市场的上市公司，都是从更底层的股票市场走出来的。说商品市场交易商品，股票市场交易公司股权，但不论是交易商品还是交易股权，最终目的是实现资源配置。如果是一般的商品，优化资源的路径基本就是商品市场和股票市场交易的过程。但是对于技术商品、对于含有技术商品的科技型企业，其资源配置路径就不同了。首先，技术商品是无法在普通的一次性技术市场上交易的，唯有包括科技股票市场在内的现代技术市场实现了对技术商品的交易。本质上科技股票市场具有技术市场和股票市场双重市场功能，一方面科技股票市场承担了技术市场的职能，实现对技术商品的筛选；另一方面科技股票市场本身也是股票市场，实现了对含有技术商品的科技型企业的股权交易。这就是美国科技发展如此迅速的原因，一方面引入大量电子技术、信息技术人才，不断加大对科技的投入，使得以微电子技术为代表的信息技术一直领先世界；另一方面建设了世界上最好的、独一无二的技术市场与股票市场结合的科技股票市场，从而获得了巨大的成功。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

六、科技股票市场的意义

1. 创新的制度创新

市场本身就是制度设计，创新的市场属于制度创新。美国创新了一个纳斯达克股票市场，让自己一举成为世界高科技强国。利用互联网，我国创造了很多网上交易市场，极大降低了交易成本，包括淘宝、京东、当当等等都是网上交易市场，属于制度创新市场，这些创新市场正在发挥着越来越重要的作用。制度创新与技术创新同样重要，正如吴敬琏教授所指出的，制度创新甚至重于技术创新。我国技术创新相对落后，需要加快制度创新，特别是市场创新以弥补技术创新的不足。

2. 创造新的工具

科技股票市场的提出，具有如下重要意义：

（1）用股票工具解决不可交易的技术商品交易问题

经济学原理告诉我们，交易能够创造财富。人类经济发展史可以说是一部交易史，遗憾的是交易有成本，少数商品的交易成本高到失去了交易的意义，即少数商品是无法交易的。当某些商品对一个国家经济发展至关重要时，该商品能否交易就决定了该国家的经济命脉。对中国而言，技术商品就是这样一类商品。中国人均资源匮乏，必须通过发展科技推动经济发展。所以，技术商品能否交易的问题是决定中国经济能否持续增长的大问题。三十年技术市场实践不成功告诉我们技术商品无法直接交易，用股票工具实现了对技术商品的间接交易，如同古代无法直接对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大象称重，曹冲采用船和石头变换实现了对大象的称重。自然，用股票工具实现对技术商品交易的价值远高于对大象的称重。

（2）创造了新的股票市场类型

过去我们只懂一种类型的股票市场，即传统股票市场。传统股票市场已经有 400 多年历史了，它既是股份制的产物，又是股份制的重要组成部分。由于股份制是解决社会融资的有效机制，所以我们一直将股票市场与融资联系在一起，并且错误认为股票市场包括融资功能。事实上股票市场不包括融资功能，但与企业融资紧密相关。过去我们都是从融资的角度来认识股票市场，而科技股票市场的提出，似乎让我们看到了股票市场神奇的另一面。利用股票工具人类可以实现所有不可交易（只要能装入企业）商品的交易，可以认为新的一类股票市场是完全与融资无关的一个市场，是一个单纯为解决无法交易商品的交易问题的市场。按照这个逻辑推理，用此新的一类股票市场，我们还可以去交易出技术商品之外世界上那些无法直接交易的商品，从而形成类似科技股票市场的许许多多其它的股票市场。

科技股票市场与传统股票市场都是在交易股票，即公司的股权。两者的根本差别在于市场来源不同，传统股票市场源于股份制的融资，因为融资不能退出，所以设立了股票市场让股东通过转让变相退出，而科技股票市场源于科技成果转化。作为技术商品的科技成果在转化过程中，由于价值难以判断，最简单的方法是将科技成果作价转为股权，即科技成果融入企业，用企业的运作来最终判别科技成果的价值。当科技成果融入企业后，必须要解决企业的发展和股东的退出问题，从而要求这些科技型企业必须上市交易，这就是科技股票市场的概念。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果站在公司的角度看，不论传统股票市场还是科技股票市场都是在交易公司股权。但如果是站在公司资产角度看，传统股票市场交易的是公司混合资产，人们不太关注这些混合资产。而科技股票市场交易的是属于高科技的技术商品，资产比较明确，并且是可能产生爆发式增长的资产，属于人们往往非常关注的资产。

注意到同样是交易资产，股票代表的资产与单纯的资产具有不同的意义。静态下，两类资产价值是一样的，但是动态情况下，可能会有很大差别。单纯的资产，如厂房设备等，如果没有通过公司这个机构加以组织，可能发挥不了其效用。而股票代表的是经过组织的资产，其价值可能会产生较大变化。当然在不同公司的不同组织下，同一资产的价值变化可能不同，甚至有很大差别。因此，相比较死的资产，股票代表的是一种活的资产，从而股票资产往往价值变动较大。

科技股票市场正是利用交易股票的这个特性，在通过股票对技术商品交易的同时，实现对技术商品的价值判断。我们这里所谈的是属于第四类商品的技术商品，即改进型技术商品。这类技术商品的特点包括如果不融入公司中，不能尽快与人才、资金等其它要素结合，那么一定发挥不了技术商品作用，所以融入公司中是解决这类技术商品价值发挥的第一步。当技术商品作为一种资产融入公司中后，通过与其它生产要素的结合，必然会产生价值的变化。特别值得注意的是，人们正是需要技术商品的这种价值变化，并且技术商品资产价值的变化往往会远远超出普通资产的价值变化，这正是人们所期待的。

科技股票市场借助于股票工具，实现了对价值变化可能很大的技术商品资产的交易。交易促进了资源的流动和配置，从而提升了技术商品

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的价值，这就是美国作为科技股票市场的纳斯达克市场创造科技奇迹的基本原理。

本章小结：

* 科技股票市场是本书在国内提出的一类新型的股票市场。

* 科技股票市场形式上是股票市场，本质上却是技术市场，利用科技股票市场可以实行复杂的技术商品的交易。世界上最成功的科技股票市场就是美国纳斯达克市场。

* 科技股票市场的提出将能攻克一直困扰我国的技术商品无法交易难题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股市的逻辑

第十二章

多类型多层次股票市场

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十二章 多类型多层次股票市场

多年来，我们谈论的都是多层次资本市场（包括多层次证券市场或多层次股票市场）。不论是政府文件还是权威书籍，只要出现资本市场基本都是提及多层次而没有涉及多类型。例如，2006 年中国社会科学院金融研究所所长王国刚先生就出版过他主编的书籍《建立多层次资本市场体系研究》；2014 年中国人民银行行长周小川先生发表了文章《资本市场的多层次特性》。他们谈论的都是多层次资本市场。在中国资本市场“词典”里，至今没有分类的概念。多层次资本市场，言下之意，资本市场只有一个类型，一个类型下的多个层次。

在人类漫长的历史进程中，对事物分类是人类进步的里程碑。历史已经证明，随着人们对事物研究得越来越透彻，对事物本质的了解就越来越清楚，就会认识到对事物的分类越来越有必要。能对事物进行分类的前提是要能够识别不同种类事物之间的区别，没有区别就没有分类。分类代表人的认识水平的一种飞跃，分类是一种创新更是一种进步。没

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有对血型分类的认识就没有依靠输血挽救生命的历史；没有对市场的分类交易效率就没有那么高。对股票市场这个事物也是如此。400 多年前还没有股票市场，当 1609 年人们创建了第一家股票市场之后，早期也没有分层的概念。如今人们讲多层次，是认为股票市场就只有一个类型，需要将这个类型的股票市场按照规模大小，或者上市公司规模大小，或者全国与区域不同，进行划分，没有分类意味着人们没有看出股票市场之间有什么本质区别。本章主要是建立起股票市场分类的概念，研究多类型股票市场和多类型股票市场下的多层次股票市场。

一、事物的分类

1. 分类的意义

如果从旧石器时代算起，人类已经有 250 万年的历史。长期以来人类一直生活在地球这个物质世界里，赖以生存和发展的物质世界是丰富多彩的。其中有一些是自然界本身存在的物质，称为天然物质，另一些是人类利用化学方法制备出来的物质，称为人造物质。不论是天然物质还是人造物质，人们已经知道所有这些物质基本上都是由 110 多种元素组成的。110 多种元素可以组成几千万种各式各样的物质，这些物质种类繁多、数量巨大，人类新发现和制备出来的物质又层出不穷，这些物质性质和用途各不相同，为了获取人类所需的各种新的物质和让这些物质更好地为人类服务，人们需要对数量繁多的物质进行科学的分类，再对分类的物质进行科学研究，找出这些物质的结构、性能和用途。

所以说，分类的第一作用是人类认识世界的一种有效工具，一种科

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

学方法。分类可以使复杂的事情简单化，对不同类型事物分门别类进行管理，可以极大提高效率。另外，人类要生存和发展需要不断认识世界和创造世界，分类可以让人们从复杂的事物中找出规律，从而更容易找到新的物质。对事物分类的前提是要能够认识事物，否则谈不上分类。人类对世界的认识总有一个由浅到深、由表及里的过程。当人类对事物认识比较肤浅，无法分辨其异同时，显然就无法进行分类。例如，当今社会依靠输血挽救了不知多少人的性命，然而人类认识血液有A型、B型、O型等类型不过是近百年的事情。如果输入不分类型的血液势必导致人的生命危险，从中可以看出分类的重要性。

无法区分不同类型的事物和对已经区分了不同类型的事物不进行分类管理，对人类最低的损害是导致效率低下。例如在图书馆和书店内，如果不对成千上万的图书进行分类管理，显然搜寻成本就会很高，导致效率低下。而有些事物如果不分类，最大伤害会危及人的生命。例如，在输血时，如果不区分血型会导致人的死亡；在食用蘑菇时，不区分蘑菇类型会毒死人，所以说认识事物并且对事物分类是人类认识世界的里程碑。

分类的意义可以归纳为如下几点：

（1）提高效率

分类可以将复杂的问题简单化，提高对复杂事物的管理能力。例如，如果没有分类，要在浩瀚如海的图书馆或者书店里找到所需的图书是非常困难的，简单的分类就解决了这个问题。即便不是数量众多的事物的分类也会大大提高管理效率，例如，轮船运输，早期人们不对船舶分类，人货混载；而今人们对货轮、客轮分得很清楚，进一步将客轮细分出豪

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

华游轮，这种分类都是为了满足客户的不同需求，提高效率。

（2）认识世界

分类是人类认识世界的工具、途径，分类的前提是能够认识到事物之间的区别。凡是人类至今尚未认识清楚的事物，自然无法进行分类，从而也就无法驾驭这类事物。过去人类不懂得血液分为多种血型，不分类型的输血就会导致人的死亡。迄今为止，世界上仍然有很多疾病无法医治，原因就是人类尚未认识到这些事物的本质和变化规律。

（3）创造世界

世界是由物质组成的，物质种类繁多、数量巨大，且新的物质还在不断地被发现或被制备出来，这就决定了人们不可能一种一种地去研究。如果能对物质进行科学分类，再分门别类地研究它们的组成、结构、性质、用途，就容易找到规律，把握物质的本质属性和内在联系，并反过来利用这些规律去发现或制备新的、对人类生产生活有用的新物质、新材料。

2. 分类的依据

事物分类的方法很多，根据需要可以从多个角度对事物进行分类。不同的分类方法，即采用不同的分类依据，会得到不同的分类结果。究竟采用什么分类依据，取决于管理实践和研究过程。以化学学习中我们对物质常用的分类方法来说，主要有以下几种（周玉阳，2006）。

（1）根据物质中是否含碳分为无机化合物和有机化合物。

（2）根据化合物在水溶液中或溶化状态下能否导电分为电解质与非电解质。

（3）根据化合物分子中原子之间的强烈相互作用（化学键）分为共

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价化合物与离子化合物。

（4）根据物质在化学反应中得失、电子情况，将反应物分为氧化剂与还原剂。

（5）根据分散质微粒直径大小将混合物分为溶液、浊液（悬浊液、乳浊液）和胶体。

对同样一个事物，可以根据管理和研究的需要，采用不同的分类依据，从而获得不同的分类。例如，可以按照性别来区分男人和女人；又可以按照年龄来区分老年人和青少年人。分类依据实际上是人类认识事物的钥匙，能够提出分类依据实际上已经掌握了事物的规律，获得了进入这个物质世界的钥匙。

前面我们已经论述了分类的重要意义，分类除了提高效率之外，通过分类可以帮助人们重新认识事物和发现新的事物。当然，实现分类的前提是要能够认识到不同事物的区别，否则无所谓分类。中国目前只认识多层次资本市场，说明我们至今不能认识到资本市场具有不同的类型，从而无法对资本市场分类。多层次资本市场意味着资本市场只有单一类型，单一类型下的多层次。在汉语词典中，类的定义是“具有共同特征、但又存在质的区别的事物”，而层的定义是“同一类事物中高低、大小不同部分”。所以，层是指同一类型下事物大小的区分，没有本质的区别。如球队中的篮球队和乒乓球队具有共同特征，但又存在质的区别。篮球和乒乓球同属于球这个类，但是它们又存在很大的区别。货轮和客轮也是如此，货轮和客轮存在质的区别但是具有共同特征，作为轮船它们属于同一类，共同具有水上运输工具的特征，但是客轮是装载人的，而货轮是装载物的，所以存在较大的区别。在同一类型下，如篮球队或者乒

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

乒球队，可以分为国家队和省队等，它们属于不同的层。同一类型下的客轮或者货轮，大船和小船属于不同层。

对事物分类需要满足三个条件：①要能提出分类的依据，不同的分类依据实现的是不同的分类。例如，按照性别依据，人可以分类为男人和女人。按照地域依据，中国人可以分为南方人和北方人。②按照分类依据能够分辨出不同类型的差异，注意到如果不能分辨那么提出这种分类依据是没有意义的。例如，如果能提出血型分类，但是无法分辨出不同人的不同血型，那么这种分类依据是没有意义的。同时，能够分辨出不同事物不同类型的差异，说明已经充分了解了事物的本质，否则无法谈分辨不同类型的差异。例如，如果人类不能认识到不同类型血的差异，实际上无法谈分血型。再如，人类如果不能发明各种球的形状和游戏规则，如果光有篮球，自然无法谈及球的分类。③分类应该有价值，即按照分类依据进行分类的实际意义。例如，球的分类提高了观赏性；血的分类拯救了人的生命。

事物的类型有两种，一种是先天固有的，不论分类或者不分类，其不同类型固有的不同特性是天生的，不依人的意志为转移。例如，人的血型，不论分类或者不分类，血型都是存在的。另一种是后天形成的。例如，不同球的形状和打球的规则是人设计的，或者说其类型是人为制定的。不论是先天固有的还是后天形成的，人类只有深入认识了事物才能谈到对事物的分类。对先天固有不同类型的事物，人类只有认识到了才能对它们加以区别，形成分类。对后天形成的不同类型事物，人类同样只有在充分认识了该事物的发展规律后才能谈到创造新的事物，形成分类。所以，分类是人类认识事物的里程碑，是需要重视的问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

二、股市的分类

长期以来，我们从来没有认识到股票市场需要分类，总认为股票市场只有一个类型。科技股票市场概念的提出创造了新的一类股票市场。人们既然能够创造股票市场，既然能够创造不同于传统股票市场的新的科技股票市场，说明人们还可能再创造出与传统和科技股票市场不同的新一类股票市场。事物总是在发展的，多类型股票市场的提出可以让我们更加深入理解股票市场。

1. 分类的条件

股票市场是人为设计的市场，如果要对股票市场分类同样需要满足对事物分类的三个条件。

（1）提出分类的依据

什么是股票市场的分类依据？在此提出按照股票市场担负的不同功能作为分类的依据。第一类股票市场是我们传统概念下的股票市场，是股份制的配套机制。这类股票市场不包括融资功能，但是与直接融资市场密切相关；第二类股票市场是本书第十一章提出的科技股票市场。科技股票市场本质是技术市场，解决的是技术商品交易问题。

（2）能够分辨不同类型股市的差异

当我们将股票市场分为传统股票市场和科技股票市场时，完全可以从市场功能、市场设计的不同来区分这两个不同类型的市场。人们在设计股份制公司时，股份制公司的制度设计是为大企业服务的。股东人数多，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从而募集资金数量多。凡是募集资金数量多的企业往往对应的是大项目，甚至是涉及一个国家经济命脉的项目。之所以广大投资者愿意把资金投向这些公司，是因为这些公司往往是优质企业。作为股份制配套机制的传统股票市场，上市交易的公司必然包括这些优质企业，所以可以认为利用传统股票市场实现优质公司股东的退出功能是其主要目的。由于股份制的基本要求是对所有股份制公司均应该配套退出的市场，所以不但优质股份制公司，即便业绩一般甚至亏损的股份制公司，人们也必须设计一个股票市场承接其退出功能。所以说传统股票市场的功能就是股份制的配套机制，为股份制股东实现退出。

科技股票市场就不同了，这个市场主要是为了实现对装在股份制公司里面的科技成果进行交易。如同古代人们找不到对大象进行称重的秤一样，今天我们找不到能够交易技术商品的直接渠道，所以只能类似曹冲称象一样，通过科技股票市场实现对技术商品的间接交易。显然，传统股票市场与科技型股票市场是完全两个不同类型的市场，处理功能完全不同外，在市场结构、流程设计上也有较大区别。

（3）具有现实意义

在没有分类情况下，我们将纽约证券交易所、纳斯达克等多个证券市场均视为一个类型的证券交易所，但是人们无法解释为什么著名的高科技公司都产于纳斯达克却没有出现在纽约证券交易所？为什么世界各国无不仰慕和效仿美国创业板却无一成功，照葫芦却画不出瓢？如今世界各国效仿纳斯达克创建的股票创业板，基本都无一例外失败，中国也是如此。究其原因，人们把纳斯达克看成多层次下的股票市场，却不知道纳斯达克是多类型下的科技股票市场，这就是人们对股票市场不加以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

分类的后果。所以，对股票市场进行分类意义重大。

2. 融资型与工具型股市

（1）两类不同股市

过去我们理解金融，往往更多从融资的角度去看，因为金融本身就是资金融通的简写，实际上金融的另外一个重要属性是工具属性。实体经济中，人们创建了很多工具，如延伸人手脚的机械工具；延伸人眼睛的望远镜、显微镜；延伸人大脑的计算机等等。然而现实中，仍然存在很多实体经济工具解决不了的问题，从而产生了虚拟经济工具概念，货币实际上就是一种虚拟经济工具。期货合约也是一种金融工具，实现了大宗商品生产销售企业的套期保值即保险问题。所以，可以把金融分为两个属性，资金融通属性和金融工具属性。对应股票市场，可以将股票市场分为两个类型：融资型股票市场与工具型股票市场，不同类型股票市场担负不同功能。

第一类股票市场——融资相关型股票市场

第一类股票市场即我们传统意义上的股票市场，需要注意的是即便这里说的传统意义上的股票市场也不是目前我国教科书理解的股票市场，而是指国际规范的股票市场。规范股票市场是股份制的配套机制，不包括融资功能，只能说是在股份制公司完成融资后通过上市完成的退出功能，与直接融资有密切关系，但不能混为一谈。从目前情况看，我国沪深证券交易所包括的主板、中小板和创业板都属于这类股票市场。第一类股票市场的基本特征是与直接融资密切相关，不妨将其称为融资相关型股票市场。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

注意到第一类股票市场主要是股份制的配套机制，为配合股份制的发展而存在。第一类股票市场在帮助完成融资后的股份制公司股东退出后，还产生一般市场具有的功能。例如，通过交易实现了对股份制公司的价值计量；二级市场上投资者通过买股票进行投资等等。进一步地，还实现资源优化配置。

第二类股票市场——工具相关型股票市场

本书提出的科技股票市场就是一个工具相关型股票市场，与融资相关型股票市场不同，工具相关型股票市场的主要特点是与融资无关，或者说无直接关系。工具相关型股票市场主要是通过股票变换交易，实现了对技术商品的交易，所以我们可以把科技股票市场视为一个技术市场。在工具相关型股票市场上，股票作为一种工具，利用这一工具实现对技术商品的交易，股票作为工具的这一属性与期货合约工具一样。人们在期货市场上交易期货合约并非是主要目的，目的是为了实现套期保值。科技股票市场上交易股票也不是目的，目的是为了实现对技术商品的交易，技术商品是否可交易决定了科技成果资源是否可实现市场配置问题。

（2）两类股市的异同

从表面上看，两类股票市场的交易标的物均为股票，似乎交易的标的物相同，但是它们存在本质区别。例如在曹冲称象故事中，称重的船与运输的船没有区别，但是在曹冲眼里，那艘称重的船实际上不是船而是秤。

两类股票市场的运作存在巨大区别。第一类股票市场交易的是完成了融资后的股份制公司，投资需要讲究回报，所以人们对完成融资后的股份制公司往往有业绩要求，希望尽早收回投资，这就是人们经常用的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票市盈率概念。我国监管层目前对上市公司均有较高的盈利要求，这是符合第一类股票市场特征的。由于第一类股票市场含有很多优质公司，所以第一类股票市场往往采用集中交易模式。国外普通股民直接买卖股票现象不多，毕竟术有专攻，委托投资的较多。第二类股票市场则完全不同，作为一种工具，实现的主要是技术商品交易。尽管技术商品价值也会反映到股票价格上，但是作为第二类股票市场，很多情况下人们不太关注公司的盈利状况。美国就存在较多第二类股票市场情况，可以认为，人们交易的是技术商品。我国由于没有第二类股票市场概念，如果用第一类股票市场的观点去看第二类股票市场，总觉得不可思议。

（3）多类型下的多层次

在分类的基础上，还可以再按照每个类型的股票市场进行分层。如同我们应该先区分篮球与乒乓球的不同之后，即先分出篮球队、乒乓球队之后，再按照层次进行划分，最终形成篮球队的国家队、省队、市队和乒乓球的国家队、省队、市队。

同理股票市场应该按照融资型股票市场与工具型股票市场先进行分类，然后再按照不同类型的股票市场分层次，形成多类型多层次股票市场体系。

按照不同功能对股票市场进行分类主要目的是提高股票市场的运行效率和降低市场监管交易成本，不分类的股票市场必然带来运行效率的低下和市场监管成本的上升。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

三、不分类产生的问题

前面我们谈到，人们只有认识到了事物的本质才能产生分类。同样道理，我们只有充分理解股票市场，对其机制具有深刻的认识和理解才能产生对股票市场的分类。曹冲之所以能够借助于船对大象称重，在于他对船的沉浮原理具有深刻的认识，否则无法超越众人而提出如此妙的大象称重方法。

中国一直强调发展多层次资本市场包括多层次股票市场，说明中国只有单一类型的股票市场。暂且不论这个单一类型股票市场存在的种种问题，没有多类型股票市场给中国经济带来的影响可以归纳为如下几点。

1. 限制股份制的发展

股票市场作为股份制的配套机制，其主要功能是促进社会融资，推动股份制公司的发展。按照股份制的制度设计，只要是股份制公司，股东就不能退股，但都可以通过股票市场转让股份，即所有股份制公司都应该在股票市场上市交易。中国法律也是这样规定的，公司法明确规定股份制公司的股权允许转让，而转让就必须要有配套的股票市场。由于我们没有正确理解第一类股票市场作用，错误地将股票市场与直接融资市场相混，从而导致我国大量股份制公司不能上市交易，大量股份制公司被阻挡在了股票市场门外，带来的影响是可想而知的。一方面与国家相关法律不符，另一方面破坏了股份制，破坏股份制必然破坏市场经济。很明显一个特征是人们不愿意设立股份制公司，这就是我国新公司法颁

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

布后并没有产生大量股份制公司的原因。股份制公司不能上市交易使得股份制公司与有限责任公司没有太多区别，反正都不是交易，从而遏制了我国股份制公司的发展即遏制了我国股份制的发展。当大量社会资本不进入股份制公司而流向国家不希望流入的领域中时，炒房、炒大蒜、炒绿豆这些奇怪现象就出现了，严重危害了国家经济和社会稳定。

2. 阻碍科技

第二类股票市场是解决技术商品交易问题的市场，没有第二类股票市场，我国就没有技术市场，就没有对科技成果要素资源进行市场配置的机制，从而导致科技发展滞后。我国高层领导针对科技发展滞后问题，一直批评科技与金融是两张皮。当人们不懂金融的工具属性，不懂技术商品只能用金融工具加以交易时，两张皮的问题就不能获得解决。相比较解决科技成果要素资源的市场配置，资金融通对科技的支持就微不足道。不理解多类型股票市场，不能尽快建立第二类股票市场，必然影响我国科技事业的发展。

3. 影响经济

企业是一个国家创造财富的主体，任何一个国家都会大力发展各类企业。大力发展企业需要引导大量社会资金流向企业，股份制制度就是最好的发展企业，引导社会资金流向企业的制度设计。单一类型股票市场破坏了股份制，导致大量剩余社会资本无法流向企业，从而流向了本不该流入的房地产、农产品等领域，在危害国家经济的同时也危害了社会稳定。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对事物进行分类是人类认识事物的里程碑，当人们对事物的认识尚未达到一定的高度时，对先天固有的事物特性无法分辨，对需要创造的事物类型无从入手，自然无法实行对事物的分类。股票市场在国外已经有 400 多年的历史，美国在其 200 多年历史中，将股票市场演绎得炉火纯青。尽管中国股票市场才只有短短的 20 多年历史，但并不需要从头开始，所谓站在巨人肩膀上是指我们需要很好研究透国外股票市场现行的一整套制度安排，毕竟这是别人几百年实践的经验总结，需要创新更需要先模仿好。美国股票市场是目前世界上公认最好的制度设计，全世界各个国家都在模仿。特别是以纳斯达克为代表的美国创业板，创造了发展科技的一个又一个奇迹，使得各个国家纷纷效仿，中国中小板和创业板基本是模仿的结果。遗憾的是，不难发现全世界各国效仿美国创业板基本都不成功，包括中国也是如此。

制度创新不像技术创新，技术创新的内容容易保密。二战之后美国的技术创新一直全球领先，所以美国一直对高技术出口实行严格限制。根据意识形态、经济制度、与美国的关系和科技实力等因素，美国将世界上的国家分为 7 个级别的组，限制最严格的是 Z 组，即全面禁运，以下依次是 S 组、Y 组、W 组、Q 组、T 组和 V 组。[1] 但是在制度创新方面，制度创新是难以保密的，新的制度人们很容易模仿。美国的金融制度创新也是全球领先，不知道是有意还是无意，美国的整个金融体系被设计得非常复杂。股票市场就是如此，既有全国性市场也有区域性市场，既有号称主板的纽约股票交易所又有号称创业板的纳斯达克市场，同时还有柜台交易公告板、粉单市场等一系列互不相同的股票市场，让每位研

① 任毓骏．美要来华核查高科技．人民网（2003-10-24）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

究股票市场的专业人士都看得云里雾里。总之，全世界除美国外没有一个国家的创业板获得成功就可以断言，人们都没看懂美国创业板。简单地说，人们至今没有看懂美国创造的多类型股票市场体系，所以就无法找到如何进行分类的途径。

对股票市场不分类会导致各种各样问题的发生，例如以不分类的股票市场观点去看美国分类的股票市场就会出现很多问题。在单一类型股票市场概念下，中国人始终认为上市就是融资，并且将融资狭义理解为公募融资而不认为私募也是融资。在国内上不了市到美国上市就能融资，殊不知美国多类型股票市场下，不同类型的股票市场对应不同的融资市场，相当于对应私募市场的柜台交易公告板、粉单市场等上市是不与公募相挂钩的。正是如此，海内外一些不法机构就利用这种观念欺骗国内一些企业到海外低层次市场上市，给人一种错觉去融资。为此2004年郎咸平教授发表了题为《警惕海外买壳上市骗局》，但是这篇文章也引发了一些争议。事实上，所有争议都源于不清楚股票市场具有不同的类型。当人们用国内股票市场概念，特别上市就要融资概念来理解上市时，矛盾就出现了。当用多类型股票市场来解释这些问题时，所有争论都迎刃而解。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附件 12-1：美国多类型多层次股票市场

世界证券（股票）市场已经有 400 多年的历史，相比之下美国 200 多年的证券市场历史也许不算很长，但是美国证券市场体系的成功却给我们留下了深刻的印象，特别是仅有 40 多年历史的美国纳斯达克市场更是创造了科技发展奇迹，在这个市场上诞生了许多个世界著名的高科技公司。世界各国都在效仿美国证券市场体系，特别是模仿创业板。遗憾的是，这些模仿似乎都不成功。金融人才济济的香港可以办好主板，却难以办好创业板，而德国甚至将其创业板关闭。显然美国证券市场是一个非常复杂的系统，复杂到我们不能完全读懂。

一、美国股票市场历史

尽管 1790 年美国费城建立了美国的第一家股票交易所，人们普遍认为纽约交易所是从 1792 年 3 月 21 日的《梧桐树协议》，即美国 21 个经纪商和三家经纪公司签署的开始的。25 年后的 1817 年才成立真正的纽约证券交易所，事实上很多交易活动并没有发生在纽约证券交易所中。华尔街大部分交易活动还是在大街上进行，这里的交易量往往超过场内交易量。1856 年，有 360 家铁路股票、985 家银行股票、75 家保险公司股票、几百种债券加入交易，但是大部分没有在纽约证券交易所交易，因为纽约证券交易所拒绝没有经过市场检验的证券。一直到今天，世界上最大的场外交易市场纳斯达克市场一直引领美国股票市场的发展。

美国有多个证券市场，全国性的证券市场包括：纽约证券交易所

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（NYSE）、全美证券交易所（AMEX）、纳斯达克市场（NASDAQ）和公告板市场（OTCBB）。区域性的证券市场包括：费城证券交易所（PHSE）、太平洋证券交易所（PASE）、辛辛那提证券交易所（CISE）、波士顿证券交易所（BSE）、芝加哥证券交易所（MSE）。

传统概念下，我们普遍认为美国具有完善的多层次资本市场体系，即美国有很多个层次的证券市场或者说股票市场。林健先生在《大交易场》一书中将美国的股票市场划分为如下三大层次市场：纽约证券市场、纳斯达克市场、分值股票市场，对应的是三个层次。实际上每个层次中间又有细分，如纳斯达克市场就有三个层次，而分值股票市场又分为 OTCBB 市场和粉单市场两个层次。另外在两个层次之间有些存在交叉，例如纳斯达克的高端市场与纽约股票市场具有类同性质。

（1）纽约证券交易所

纽约证券交易所 NYSE[①] 是美国也是世界上最大的证券市场。由于其历史悠久、集中交易、优质上市公司等等特点，尽管交易量有时被纳斯达克市场超越，但是人们始终认为纽约证券交易所是第一交易所，是主板。纽约证券交易所 1863 年改为现名，直到 1865 年才拥有自己的大楼，坐落在纽约市华尔街 11 号的大楼是 1903 年启用的。2005 年 4 月，纽约证券交易所宣布收购全电子证券交易所（Archipelago），成立了新的纽约证券交易所集团，即 NYSEGroup，并在 2006 年 2 月正式得到美国证监会的批准，从此改变了其非营利的特性，一举成为在纽约证券交易所上市的公司。2006 年 6 月，纽约证券交易所又宣布与泛欧证券交易所合并组成纽约证交所—泛欧证交所公司（NYSE Euronext）。

---

① 全称：New York Stock Exchange。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

纽约证券交易所内设有主厅、蓝厅、“车房”等 3 个股票交易厅和 1 个债券交易厅，是证券经纪人聚集和互相交易的场所，共设有 16 个交易亭，每个交易亭有 16-20 个交易柜台，均装备有现代化办公设备和通讯设施。交易所经营对象主要为股票，其次为各种国内外债券。除节假日外，交易时间每周 5 天，每天 5 小时。自 20 世纪 20 年代起，它一直是国际金融中心，这里股票行情的暴涨与暴跌，都会在其它国家的股票市场产生连锁反应。

凡是能够在纽约证券交易所上市的公司都是身份的象征，代表的是世界级的大公司，具有较强的赢利能力，也是具有投资价值的对象。

（2）纳斯达克市场

纳斯达克市场 NASDAQ [①] 创建于 1971 年，是一个采用电子交易、为新兴产业提供服务、面向全球的分散型股票市场。纳斯达克市场是美国也是世界最大的股票电子交易市场。可以说纳斯达克股票市场是世界上成长速度最快的市场，而且它是首家电子化的股票市场。每天在美国市场上换手的股票中有超过半数的交易在纳斯达克上进行，将近 5000 多家公司的证券在这个市场上挂牌交易。

纳斯达克市场分为三个层次，第一是纳斯达克全球精选市场（NASDAQ-GS）；第二是纳斯达克全球市场，原名称“纳斯达克全国市场”（NASDAQ-GM）；第三是纳斯达克资本市场，原名称是“纳斯达克小额资本市场”。纳斯达克在传统的交易方式上通过应用当今先进的技术和信息——计算机和电信技术使它与其它股票市场相比独树一帜，500 多个做市商在纳斯达克上提供了 6 万个竞买和竞卖价格。这些大范围的活动

---

① 全称：National Association of Securities Dealers Automated Quotations。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

由一个庞大的计算机网络进行处理，向遍布52个国家的投资者显示其中的最优报价。

纳斯达克市场尽管取得了辉煌的成就，然而纳斯达克市场本身就是个柜台交易市场。直到2006年1月13日正式获得了证券交易所牌照，成功地转型为真正的证券交易所，并改名为纳斯达克证券交易所，成功地在纳斯达克证券交易所上市交易。早期的纳斯达克市场是在柜台交易市场的框架之下成立的，形成了一个完全隶属于全美证券经销商协会的非营利性子公司。一段时间以后，柜台交易市场上众多规模比较大，市值比较高，经营比较规范的上市公司都集中到了纳斯达克市场，开始实时地向市场发布股票价格和公司信息。柜台市场上其余那些不够资格在纳斯达克证券市场挂牌交易的股票继续保持着尚且不规范的运作模式，形成了一个叫做分值股票市场的证券交易市场，英语称之为Penny Stock Market。

（3）柜台交易公告板市场（OTCBB）

1990年，美国监管部门责成柜台交易市场规范分值股票市场，着重解决落后的股票报价和成交披露问题。于是，一个以市场报价信息披露为主的柜台交易公告板市场应运而生，英文名称为OTC Bulletin Board，简称OTCBB市场。柜台交易公告板市场的诞生把在柜台交易市场挂牌交易的分值股票再一次细分，一部分在柜台交易公告板市场交易，另一部分则在粉单市场，即英文名称为Pink Sheet Market的市场交易。

OTCBB市场具有如下特点：

* OTCBB没有上市标准，任何股份公司的股票都可以在此报价。股票发行人需提交季报、年报等比证券交易所要求简单得多的信息披露文

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

件。如果不能按规定提交所需文件，将被自动摘牌。

* OTCBB 不是证券交易所，不提供自动交易撮合，也不具有自动交易执行系统。在 OTCBB 报价的股票包括：①还不能满足证券交易所上市标准的股票；②不再满足挂牌上市标准而从交易所退市的证券；③其它至少有一家做市商愿意为其报价的证券。

* OTCBB 采用做市商制度，经注册的做市商为股票发行人报价。OTCBB 不与证券发行人保持联系，发行人联系做市商为其股票做市。

* OTCBB 具有转板机制。OTCBB 挂牌的运营状况良好的公司可以通过转板机制到 NASDAQ 或纽约证券交易所上市。

作为多层次资本市场的一部分，OTCBB 为众多中小微企业提供了一个股权交易平台。一些高成长性、业绩好、治理规范的企业也能够通过转板机制实现在上一级市场挂牌上市，使企业进一步发展壮大。比如大名鼎鼎的微软，就是从 OTCBB 转板到纳斯达克市场，实现了从丑小鸭到白天鹅的蜕变。

OTCBB 毕竟是个较低层次的证券市场，在 OTCBB 上很少有大的机构投资者，多以小型基金和个人投资者为主，其股票流通性较差，大约一半的股票处于停止交易状态。也并非所有在 OTCBB 挂牌企业都能实现从丑小鸭到白天鹅的蜕变，只有符合交易所上市条件的企业才能实现转板。

（4）粉单市场

粉单市场是和 OTCBB 市场从分值股票市场分离出来的，属于柜台交易市场的初级形式。广义的美国柜台交易市场包括纳斯达克、OTCBB 市场和粉单市场。粉单市场既不是在证券交易委员会注册的股票交易所，也不是纳斯达克系统的柜台交易，而是隶属于一家独立的私人公司，前

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

身就是全美行情署。2000 年 6 月，全美行情署正式改名为粉单有限责任公司，英文名称为 Pink Sheets Limited Liability Corporation，简称 Pink Sheets，中文称之为粉单公司。

粉单市场仅为股票交易提供报价信息服务，严格来说它不是一个证券交易所。所有在粉单市场上报价的股票实际上都在柜台交易市场上登记、报价和交易。投资者可以从粉单网站获取股票的报价信息，但是必须向柜台交易市场的做市商下订单才能买卖在粉单网站报价的股票。

在粉单市场报价的主要是如下证券：

（1）由于已经不再满足标准而从纳斯达克股票市场或者从其它交易所退市的证券；

（2）为避免成为“报告公司”而从 OTCBB 市场退到粉单市场的证券；

（3）其它的至少有一家做市商愿意为其报价的证券。

粉单市场与其它柜台交易市场一样，采用做市商交易制度，只有经证券交易委员会注册作为纳斯达克会员的做市商才能为粉单市场上的股票报价做市。报价系统与股票发行人之间无直接联系，证券发行人不用在粉单市场申请上市和报价，而是通过做市商进行报价。做市商不了解或不经发行人同意也可以在粉单市场上报价。

在粉单市场报价没有特别的上市标准要求，只要做市商填写一份真实反映发行人当前最新状况的表格提交市场审核即可，并不要求审查发行人的财务状况等。粉单市场是美国唯一一家对上市既没有财务要求，也不需要发行人进行定期和不定期的信息披露的市场。如果做市商已经在另一个市场为证券报价了，不需要其它条件，做市商就可以和粉单市场联系，并要求立即在粉单市场为其报价，即满足其它市场上市条件的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

证券不用经过粉红单市场的批准就可以在这里同时报价了。从监管角度看 OTCBB 市场和粉单市场的差异，OTCBB 市场是一个受到全美证券经销商协会监管的市场，而粉单市场则是一个基本不受监管的市场。

二、多类型多层次的美国证券市场

美国证券市场是一个非常复杂的系统，我们用多类型多层次观点来看美国这个复杂的系统。

1. 美国多层次证券市场

证券市场可以有多种划分方式。单从市场进行划分，美国证券市场包括：美国纽约证券交易所、纳斯达克股票市场、分值股票市场三大系统；从交易方式划分，美国证券市场包括集中交易方式和柜台分散交易方式，纽约证券交易所属于集中交易市场，纳斯达克市场和分值股票市场属于柜台交易市场；从监管角度看，美国证监会主要监管纽约证券交易所，而纳斯达克和 OTCBB 市场属于美国证券业协会监管，而粉单市场却不需要监管。[1] 多层次证券市场是我们比较熟悉的概念。人们一般按照证券市场的规模、上市公司数量和质量、制度设计、重要性、监管等来进行划分。通常认为纽约证券交易所属于上层，而粉单市场等属于底层，中间层包括纳斯达克、OTCBB 市场等，而纳斯达克市场又跨界为上层和中层。

2. 美国多类型证券市场

过去我们都习惯用分层次来理解美国证券市场，认为是多层次证券市场。进一步地，我们还可以按照股票市场担负的不同职能来划分，即分为不同类型的股票市场，不同类型下还可以有不同层次。

---

① 林建.《大交易场：美国证券市场风云实录》. 机械工业出版社（2007年）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本书已经给出了多类型股票市场概念，股票市场可以分为融资相关型和工具相关型两个不同类型的股票市场。

第一类股票市场（融资相关型）：这类股票市场往往是股份制的配套机制，凡是通过公开募集资金（如 IPO）的股份制公司，其登陆的股票市场均认为是第一类股票市场。对股份制而已，第一类股票市场实现了募集资金后的退出功能。这类股票市场包括美国纽约证券交易所、纳斯达克高端市场等，这类股票市场上挂牌交易的大部分是优质企业。

第二类股票市场（工具相关型）：凡是没有公开募集资金而上市的股份制公司，其对应的市场我们均认为是第二类股票市场。美国的第二类股票市场包括分值股票市场，也包括纳斯达克的低端市场。这类股票市场上包括有科技型公司和非科技型公司，显然能使价值有较大提升的是科技型公司，或者说第二类股票市场主要由科技型公司组成。第二类股票市场就是本书定义的科技股票。由于第二类股票市场上市的企业基本是没有进行过公开募集资金，也就是说第二类股票市场与直接融资关系不大，所以称为工具相关型股票市场。人们交易科技型公司股票主要是为了实现对其内的技术商品的交易。

如同多层次股票市场一样，不同层次的股票市场存在交叉，不同类型的股票市场也存在交叉。纳斯达克市场既属于第一类股票市场，更属于第二类股票市场，正是纳斯达克市场加分值股票市场这种第二类市场，才诞生出了大量著名的高科技公司。

当我们把融资相关型股票市场视为一类时，在这一类中就有不同的层次，例如，纽约证券交易所为高层次，而纳斯达克市场就属于相对低的层次。同理在工具相关型股票市场中，底层的是粉单市场，而高层的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

包括 OTCBB 市场和纳斯达克市场。

本章小结：

＊ 对事物进行分类是人们认识事物的标志。上一章提出的科技股票市场是全新的一类股票市场，标志着我们对股票市场有了新的认识。

＊ 传统股票市场与科技股票市场是两个类型不同的股票市场，从而改变了我们过去的传统认识：股票市场只有一个类型，一个类型下的多层次市场。

＊ 多类型多层次资本市场概念的建立，将对我国金融市场产生深远的影响。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

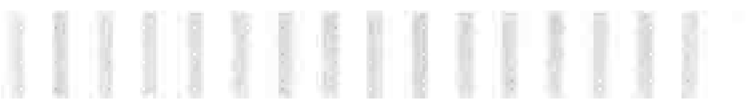


第十三章

推动经济增长双市场结构模型

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第十三章 推动经济增长的双市场结构



一、市场经济创造人类辉煌

1. 突飞猛进的时代

人类历史上有一个经济突飞猛进的时期，那就是进入市场经济阶段。1848年，马克思、恩格斯在《共产党宣言》中指出："资产阶级在它不到一百年的阶级统治中所创造的生产力，比过去一切时代创造的全部生产力还要多，还要大。"之所以能够产生如此巨大的生产力，采用的就是市场经济。

张维迎教授在《市场的逻辑》一书中引用了美国伯克利大学经济学家德隆的研究成果。在人类历史上，从旧石器时代到2000年的250万年间，人类花费了99.4%的时间，即到15000年前，世界人均GDP达到了90

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国际元。[1] 然后，又花了 0.59%的时间，到 1750 年，世界人均 GDP 翻了一番，达到 180 国际元。从 1750-2000 年，即在 0.01%的时间内，世界人均 GDP 增加了 37 倍，达到 6600 国际元。换句话说，人类 97%的财富，是在过去 250 年——也就是在 0.01%的时间里创造的，这恰好是人类实行市场经济的 250 年。

我国改革开放以来经济高速增长，取得了令世人瞩目的伟大成就，人民的生活发生了翻天覆地的变化，这一切主要依靠的就是走社会主义市场经济道路。

2. 人类共同财富

市场经济并非资本主义的专利，伟人邓小平在上世纪 90 年代初的讲话中指出："计划多一点还是市场多一点，不是社会主义与资本主义的本质区别。计划经济不等于社会主义，资本主义也有计划；市场经济不等于资本主义，社会主义也有市场。计划和市场都是经济手段。社会主义的本质，是解放生产力，发展生产力，消灭剥削，消除两极分化，最终达到共同富裕。"从而确立了我国走社会主义市场经济道路的方向。

2014 年 3 月 21 日，新华网刊登的《我国社会主义市场经济发展历程》指出：

1978 年，国务院研究加快中国四个现代化的问题，包括经济管理体制改革问题，当时对社会主义经济体制的提法是"计划经济和市场经济相结合"。

1982 年 9 月中共十二大会议上，又提出了"计划经济为主，市场调

---

① 这是按照 1990 年国际购买力核定的一个财富度量单位，详见张维迎《市场的逻辑》一书。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

节为辅”的原则。

1984年10月，中共十二届三中全会上进一步明确社会主义经济是“公有制基础上的有计划的商品经济”。“商品经济的充分发展，是社会经济发展的不可逾越的阶段，是实现中国经济现代化的必要条件。”从此，确立了中国经济改革的目标是建立“社会主义有计划商品经济”的观点。

1987年10月，中共十三大把有计划的商品经济新体制概括为计划与市场内在统一的新体制，明确提出要运用计划调节和市场调节两种手段，逐步建立“国家调节市场，市场引导企业”的机制。

中共十三届四中全会后，提出建立适应有计划商品经济发展的计划经济与市场调节相结合的经济体制和运行机制。

1990年底，邓小平明确指出：“资本主义与社会主义的区分不是计划、市场这样的内容。社会主义也有市场调节，资本主义也有计划控制。不要以为搞点市场经济就是资本主义道路，没那回事。”1992年初，邓小平南巡时更加明确地指出，计划经济不等于社会主义，资本主义也有计划；市场经济不等于资本主义，社会主义也有市场。计划和市场都是经济手段。计划多一点还是市场多一点，不是社会主义与资本主义的本质区别。从而从理论上冲破多年来市场经济的束缚，为中国建立社会主义市场经济体制创造了理论基础。

1992年10月，中共十四大明确指出，中国经济体制改革的目标是建立社会主义市场经济体制，以利于进一步解放和发展生产力。

八届全国人大一次会议，1993年，《宪法》第十五条修改为“国家实行社会主义市场经济”，社会主义市场经济第一次被写进中国的《宪法》。

1993年11月，中共十四届三中全会正式做出了《中共中央关于建

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

立社会主义市场经济体制若干问题的决定》，把中共十四大提出的建立社会主义市场经济体制的目标和原则具体化、系统化，勾画了新经济体制的基本框架，对有关的重大问题，都做出了明确的原则性规定，把社会主义市场经济的理论和实践大大推进了一步。

1995 年 9 月，中共十四届五中全会明确了到 2010 年建立和完善社会主义市场经济体制的历史任务，为中国发展社会主义市场经济做出了重大的战略部署：到 20 世纪末，经过三个阶段，初步建立起社会主义市场经济新体制。

2003 年 10 月，中共十六届三中全会审议通过了《中共中央关于完善社会主义市场经济体制若干问题的决定》。全会强调，完善社会主义市场经济体制的主要任务是：完善公有制为主体、多种所有制经济共同发展的基本经济制度，建立有利于逐步改变城乡二元经济结构的体制，形成促进区域经济协调发展的机制，建设统一开放竞争有序的现代市场体系，完善宏观调控体系、行政管理体制和经济法律制度，健全就业、收入分配和社会保障制度，建立促进经济社会可持续发展的机制。深化经济体制改革，必须以邓小平理论和“三个代表”重要思想为指导，全面落实十六大精神，解放思想、实事求是、与时俱进，坚持社会主义市场经济的改革方向，坚持尊重群众的首创精神，坚持正确处理改革发展稳定的关系，坚持统筹兼顾，坚持以人为本，树立全面、协调、可持续的发展观，促进经济社会和人的全面发展。

中共十八届三中全会，2012 年，《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》指出经济体制改革是全面深化改革的重点，核心问题是处理好政府和市场的关系，使市场在资源配置中起决定性作用和更好

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

发挥政府作用。市场决定资源配置是市场经济的一般规律，健全社会主义市场经济体制必须遵循这条规律，着力解决市场体系不完善、政府干预过多和监管不到位问题。（据新华社资料整理）

2013年11月14日，十八届三中全会文件起草小组成员、社科院学部委员、著名经济学家张卓元教授在上海证券报发表了题为《如何认识市场决定性作用的重大意义》文章，文章指出："1992年，党的十四大第一次确定我国社会主义市场经济体制的改革目标，明确市场在资源配置中起基础性作用。从那以后，中国的市场化改革在各个领域蓬勃开展。到上个世纪末，中国已经初步建立了社会主义市场经济体制。市场化改革有力地促进了中国经济起飞和迅速发展，目前已成为世界第二大经济体，中国GDP占世界GDP总量的份额，已从1978年的1.8%，2012年提高到11.5%，2012年人均国民总收入已经达到5680美元，进入中上国家行列。与此同时，我们也要看到，社会主义市场经济体制还不完善，加上进入新世纪后改革步伐有所放慢，因而存在不少体制性问题：突出地表现在政府直接配置资源过多，政府对社会经济活动干预过多，存在多种形式的行政垄断，一些部门在非自然垄断环节限制竞争，从而妨碍公平竞争市场环境的形成和完善；政府对宏观经济的管理还不完善，对市场的监管不到位，政府的公共服务和社会管理也远未到位等等。这说明，在政府与市场关系方面，存在政府越位和缺位现象，从而在相当程度上影响市场机制对于社会经济活动的调节作用。

"为了进一步深化市场化改革，处理好政府和市场的关系，十八届三中全会公报用市场在资源配置中起决定性作用的提法，代替过去沿用的市场在资源配置中起基础性作用的提法，新的提法对于市场在资源配置

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中处于支配地位的作用表达得更加明确，更加鲜明。本来市场决定资源配置是市场经济的一般规律，在一般情况下，由市场配置资源比由计划配置资源可以带来更高效率。我们要从不完善的社会主义市场经济体制走向完善的社会主义市场经济体制，必须要遵循这条规律。市场对资源配置起决定性作用意味着，凡是依靠市场机制能够带来较高效率和效益，并且不会损害社会公平和正义的，都要交给市场，政府和社会组织不要干预。各个市场主体在遵从市场规则范围内，根据市场价格信号，通过技术进步、管理、创新，来努力提高产品和服务质量，降低成本，在公平的市场竞争中求生存求发展，优胜劣汰。市场机制即市场经济的基本规律价值规律这只无形的手，像一条无情的鞭子，督促着每一个市场主体努力再努力，前进再前进，永不停滞、永不懈怠，使整个社会经济活动呈现你追我赶、奋勇争先的局面，不断提高社会生产力。这正是马克思所说的价值规律的革命作用的表现。在社会主义市场经济体制下，我们有很好的条件使价值规律的革命作用更加充分地发挥出来。”

二、市场结构模型

1. 传统市场结构模型

市场经济是建立在市场结构模型基础上的，如图 13-1 所示：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



（图 13-1　市场结构模型）

整个模型包括三个层次，底层是各类资源，中间层是商品市场，最上层是股票市场，不妨称为商品市场模型。

（1）底层的各类资源

各类资源是基础。商品市场模型中底层代表的是各类生产要素，即广义上的资源，包括土地、劳动力、资本、技术、管理等。显然不同国家所禀赋的资源是不同的，如果把全部资源看成一个大的集合，那么任何一个国家拥有的资源都是全部资源大集合中的一个子集。富国和穷国的重要差别之一是拥有资源的数量，如中东地区国家的石油资源丰富、澳大利亚矿产资源丰富、中国劳动力资源丰富；美国科技资源丰富等。然而经济学家也发现，一些资源匮乏的国家经济却发展迅速。萨缪尔森在 1950 年曾预言，经济发展最快的将是南美，因为那里资源丰富，劳动力受教育程度高。但后来他发现自己错了，战后欧洲以及东南亚地区经济发展最快，尽管这些国家资源贫乏。说明随着人类的发展，科技的进步，人类创造的后天资源越来越多，资源的流动性越来越强，资源匮乏的国家可以通过流动获取资源。另一个重要原因是资源的配置方式，实际上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就是一个国家的制度因素，将会对吸引资源流入、发挥资源最多效率起到关键性的作用。[1] 商品市场是一个资源配置的有效机制，各类资源是通过商品市场的供求、价格、竞争等机制完成配置的。商品市场的数量越多、商品市场的法制环境越好、商品市场的交易成本越低，商品市场配置资源的效率就越高。

（2）中间层的商品市场

市场有狭义和广义之分。狭义市场是指市场是商品交换的场所，即买卖双方购买和出售商品的场所。例如，肉菜市场是人们每天买卖蔬菜鱼肉等食品的市场、汽车市场是人们买卖汽车的市场、服装商店是买卖服装的市场等。有时也将市场扩展到商品交换活动的地区，例如，人们说中国服装市场很大，指的是中国服装生产销售和购买的整个区域很大。广义市场是指商品交换关系的总和，主要是指买卖双方、卖方与卖方、买方与买方、买卖双方各自与中间商、中间商与中间商之间，商品在流通领域中进行交换时发生的关系；它还包括商品在流通过程中促进或发挥辅助作用的一切机构、部门（如银行、保险公司、运输部门、海关等）与商品的买卖双方之间的关系，这个概念是针对商品交换过程中人与人之间的经济关系而言的。

商品市场通过交易实现对资源的配置，主要特征如下：

一、在社会化商品生产的分工体系中，每个企业，作为商品的生产者，必须适应市场需求组织生产，否则就会被市场淘汰。

二、各种商品生产所需的生产要素，同样通过市场进行配置，通过价格机制进行调节。不论是各种自然资源还是人才资源，均会流向最能

① 刘凡、刘允斌．《产权经济学》湖北人民出版社（2002 年）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

体现价值的地方，按照市场规律配置。市场主要通过供求、价格、竞争三个机制实现对资源流向的调节。

三、所有生产出来的产品是否符合社会需要，要通过市场竞争，经受市场检验。就是说市场经济条件下，是买方决定商品的价值。

四、各个商品生产者分散经营，独立决策，自负盈亏，自担市场风险。

由于市场经济具有平等性、竞争性、法制性和开发性的特点和优点，它能够自发地实现对商品生产者和经营者的优胜劣汰的选择，促使商品生产者和经营者实现内部的优化配置，调节社会资源向优化配置的企业集中，进而实现整个社会资源的优化配置。因此，市场经济是实现资源优化配置的一种有效形式。

由于市场调节作用的有限性，使市场调节又具有自发性、盲目性、滞后性等弱点，因此，社会生产和再生产所需要的供求的总量平衡，经济和社会的可持续发展，社会公共环境等，必然由国家的宏观调控来实现。而在企业内部，部门或地区资源的合理使用，则主要是由市场途径来实现的。这种优胜劣汰的竞争机制促使企业改进技术，改善经营管理，提高劳动生产力，降低生产成本，提高经济效益，实现资源优化配置。同时，也促进企业面向市场组织生产，优化资产结构，形成合理的创新机制，从而在微观的企业、部门或地区范围内实现资源的合理配置。

（3）股票市场是更高层次的市场

前面我们谈到商品市场实现资源有效配置，商品市场通过交易引导资源流向。由于企业是创造财富的主体，股票市场本质上也是商品市场，其交易的商品是股票。抛去其票证形式不谈，股票市场本质上是交易股份制公司，或者说股票市场交易的商品是股份制公司，是直接创造效益

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的企业。前面我们谈到普通商品市场实现资源配置，引导社会资源流向，是通过对普通商品交易实现的。例如，当我们在服装市场买卖服装时，某种服装销售得好，性价比高，生产这种服装的企业就会获得更多的资源。如皮尔卡丹服装形成品牌效应，就会有更多的资金、人才流向该公司，相当于将资源配置到了皮尔卡丹公司。

商品市场上交易的服装，卖得好后，引导社会资金流向。由于服装等商品本身不创造效益，创造效益的是企业，所以说，各种资源是通过交易商品然后流入企业的，相当于一种间接的资源配置。例如，由服装买卖市场实现资源配置到皮尔卡丹企业，这种资源配置方式是间接的，效果自然不如直接对企业配置好。皮尔卡丹公司如果直接上市，人们在股票市场直接交易皮尔卡丹公司股权，直接实现了对企业的资源配置，这就是企业交易市场与其它商品交易市场所不同之处。由于企业才是创造财富的主体，所以从这个意义上说，通过商品交易实现对企业的资源配置是间接的，相对效率低下，而直接实现对企业的资源配置才是高效率的。

因此，为了实现对企业的资源配置，就有了企业交易市场。企业交易市场同样实现如同商品般的三项基本功能：一是企业所有权的转移；二是企业的价值发现，三是资源配置。理论上企业交易市场是能够完成这些基本功能，现实中由于企业交易的成本非常高，导致无法在市场内交易。所以人们采用将企业变换为股票形式进行交易，交易股票本质上就是交易企业。世界上真正的交易整体企业的是企业并购市场，基本是场外市场。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2. 新兴市场结构模型

在图 13-1 市场结构模型中，尽管商品种类繁多，类型各异。有形状不同、用途不同、价值不同等等区别，但是我们只用一个商品市场来代表。正常情况下应该有不同类型的市场与不同类型的商品相对应，但如果很多种类型的商品对应很多种类型市场必然产生市场成本高问题，从而使得市场配置效率降低，所以人们采用的是单一市场类型方式。让多类型的商品变换为单一类型的交易标的物，即所有复杂商品均转化为容易交易的简单商品，即人们可以容易获知其价值信息的商品。于是，市场就变得非常简单，只须交易价值确定的商品，采用的是一次性交易。在图 13-1 市场结构模型中，商品市场代表一切完成变换的商品交易的场所，商品市场是一个简单可行的市场。

在那些不发展科技的国家，或者在科技成果没有成为重要商品之前，人们没有发现图 13-1 市场结构模型有什么不妥。然而，对中国这个必须以科技为发展战略的国家来说，科技成果作为一种重要商品似乎就无法用图 13-1 市场结构模型来简单描述，主要原因是科技成果无法类同普通商品那样在商品市场上交易。所以，科技成果要素资源对应的市场结构模型需要重新建立，将科技成果要素资源从“各类资源”中分离出来，实现科技成果这种技术商品交易市场也要从“商品市场”中分离出来，从而形成一个新的市场结构模型如图 13-2 所示：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



（图 13-2　新兴市场结构模型）

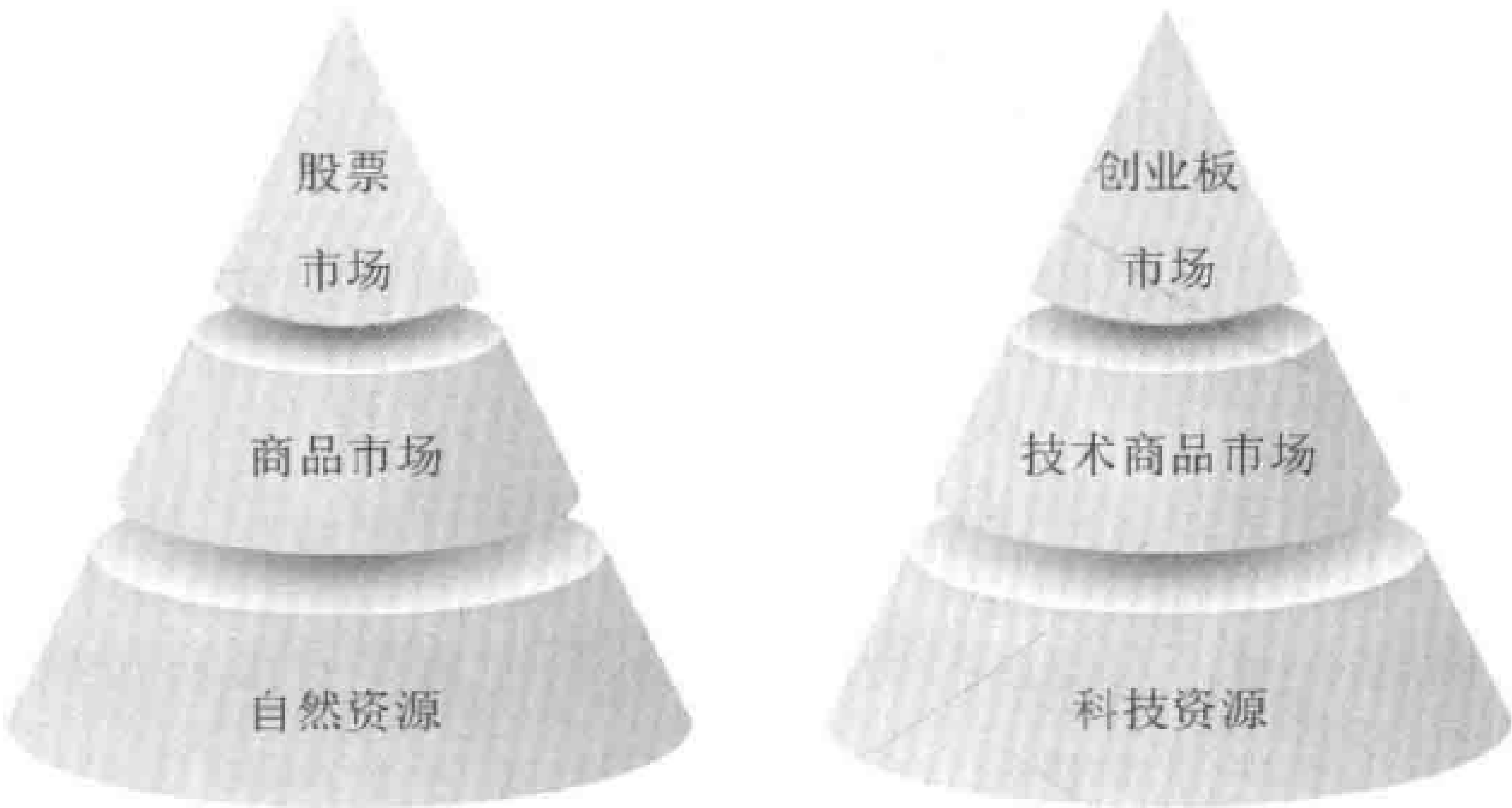
在图 13-2 新兴市场结构模型中，各类资源被科技成果要素资源所替代；商品市场被实现技术商品交易市场替代。最上层还是股票市场，区别起见不妨命名为创业板股票市场。

比较两个市场结构模型可以看出，底层的资源产生较大变化。“各类资源”代表的大部分是先天自然形成的资源，不妨称为“自然资源”；科技成果要素资源是后天投入形成的资源，不妨称为“科技资源”。自然资源可能有限，有些不可再生，而科技资源可能无限，反复再生。科技资源的产生需要投入，当投入小于产出时就产生投入风险，所以科技资源的投入实际上是风险投资。世界上大部分国家不进行科技投入，因为风险太大，而我国人均自然资源匮乏，科教兴国是我国长期战略。除了底层资源不同外，中间层的商品市场是两个市场结构模型最大的不同。老市场结构模型的商品市场就是我们平时熟知的各类商品市场，注意不是形式上的市场，而是包括交易规则等在内的实质市场。世界上有成千上万种商品，不论商品的形状、用途、价值有多少区别，市场交易的规则基本是不变的。例如，自由选择、等价交换、一手交钱一手交货、一次性交易等等。通过市场的自由竞价，引导生产和消费，从而实现资源配置。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3. 双市场结构模型

按照上述分析，过去我们的经济社会一直依靠传统的市场结构模型运行，一直到大量科技成果出现以后，人们发现经济社会不能只单纯依靠一个市场结构模型运行，而需要两个市场结构模型支撑，从而形成了双市场结构模型概念。如图 13-3 所示：



（图 13-3　双市场结构模型）

在图 13-3 双市场结构模型中，左图是传统的市场结构模型，简称左模型。为了区别起见，将各类资源改为自然资源，实际上是将原本包含的科技成果资源分离出来。右图是新兴市场结构模型，简称右模型，右模型实际上是对应科技资源的市场配置模型。市场结构模型对应的是市场经济模型，按照上述划分后，可以将左模型视为传统市场经济模型，而右模型视为新兴市场经济模型。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

三、经济增长双结构

1. 单一结构的局限

前面我们分析了市场经济下的市场结构模型，任何国家经济的发展一靠资源，二靠资源配置方式。人们自然希望拥有的资源越多越好，但是在各类资源中，大部分先天形成的自然资源都是固定不变的，并且越用越少，例如石油等资源。唯有科技资源依靠后天投入是可变的，遗憾的是科技投入是风险投资，科技投入不一定有产出。这就是为什么世界上大多数国家不发展科技的缘由，特别是那些拥有较多自然资源的小国家。凡是不以科技为国家发展战略的国家，自然没有太多的科技资源，如每年高投入形成的科技成果，所以这些国家只需要传统市场结构模型即可。中国则不同，人均自然资源匮乏，只能依靠发展科技来推动经济发展。新中国成立后，国家一直坚持科教兴国战略方针，60 多年不懈的努力使得中国科技资源（包括科技人才和科技成果等）非常雄厚。遗憾的是雄厚的科技资源并没有产生推动经济发展的动力，中国大量科技成果无法转换，形成不了实际生产力，原因就是中国缺乏图 13-3 的新兴市场经济模型。至今中国尚未建立能够实现技术商品交易的市场，相当于传统市场经济模型中无中间层的商品市场。中国科技领域还处在计划经济时期，大量的科技资源没有通过市场机制配置。

2. 我们的选择

改革开放以来中国经济之所以获得如此高速的增长，从图 13-1 中看

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

得很清楚，原因就是我们建立起了商品市场模型中的中层商品市场和高层股票市场。相比之下，计划经济时期这两个层次是由计划方式代替的。底层资源没有发生多大变化，改变了中上层就让中国经济发生了如此巨大的变化，充分说明市场配置资源的有效性。

遗憾的是过去 30 年，我们一直将技术商品也纳入了普通商品市场中，采用交易普通商品的方法交易技术商品，从而使得科技一直发展滞后。没有品牌的一台电视机或者一种化妆品无法在市场商品交易的含义是其交易成本非常高，高到无法交易的程度。技术商品更是如此，根本无法在普通市场上进行交易。如果说第二类商品还可以通过变换进入第一类市场交易，而第四类商品的技术商品则只能通过科技股票市场实现交易。所以从市场结构上区分，相当于我们需要将各类资源中的科技资源（主要指技术商品）从各类资源中剥离出来，让科技资源进入另外一个市场体系进行交易，实现对科技资源的市场配置。

新中国成立 60 多年来，国家对科学、教育大量投入，形成了底层雄厚的科技资源基础。注意到不论是教育投入形成的科技人才，还是科技投入的实验室、实验设备、研发经费等等，最终都表现为科技成果，即技术商品，否则所有投入都是白费的。在高投入下，我国科技人才、科技成果层出不穷，处于世界领先地位，但是科技对经济贡献度一直很低，最主要原因是至今我们还没建立起新兴经济模型。

由于没有现代技术市场包括科技股票市场，好比中国商品市场模型中没有商品市场这一层，也相当于中国科技领域还处在计划经济年代。中国改革开放获得巨大的成就是因为我们建立起了图 12-2 的传统经济模型，而目前图 12-3 的新兴经济市场模型还没建立。那么可以推断，如果

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中国在短期内建立起新兴经济市场模型，那么将会迎来新一轮经济的高速增长。仅仅依靠一个商品市场模型，相当于用一个轮子，我们获得了年均10%的高速增长。如果我们建立起技术市场模型，相当于用两个轮子，会给中国经济带来多快速度的增长呢？我们难以预料，取决于中国有多少科技资源、技术市场模型能够发挥多大效用。从目前数据看，中国已经具备世界上数量最多的科技人才，每年世界第二的科技投入，每年名列世界前茅科技成果和科技论文，只要现代技术市场包括科技股票市场设计得当，相信新兴经济模型的建立，将会给中国经济带来第二次腾飞。

显然，改革开放30多年中国经济依靠商品市场模型获得的高速增长已经难以维系，2012年中国GDP增长为7.8%，这是多年来首次回落到7字头。2015年我国GDP降到了6.9%，所以，尽快启动新兴经济模型是解决当今中国经济无法依靠传统经济模型快速增长的有效办法。

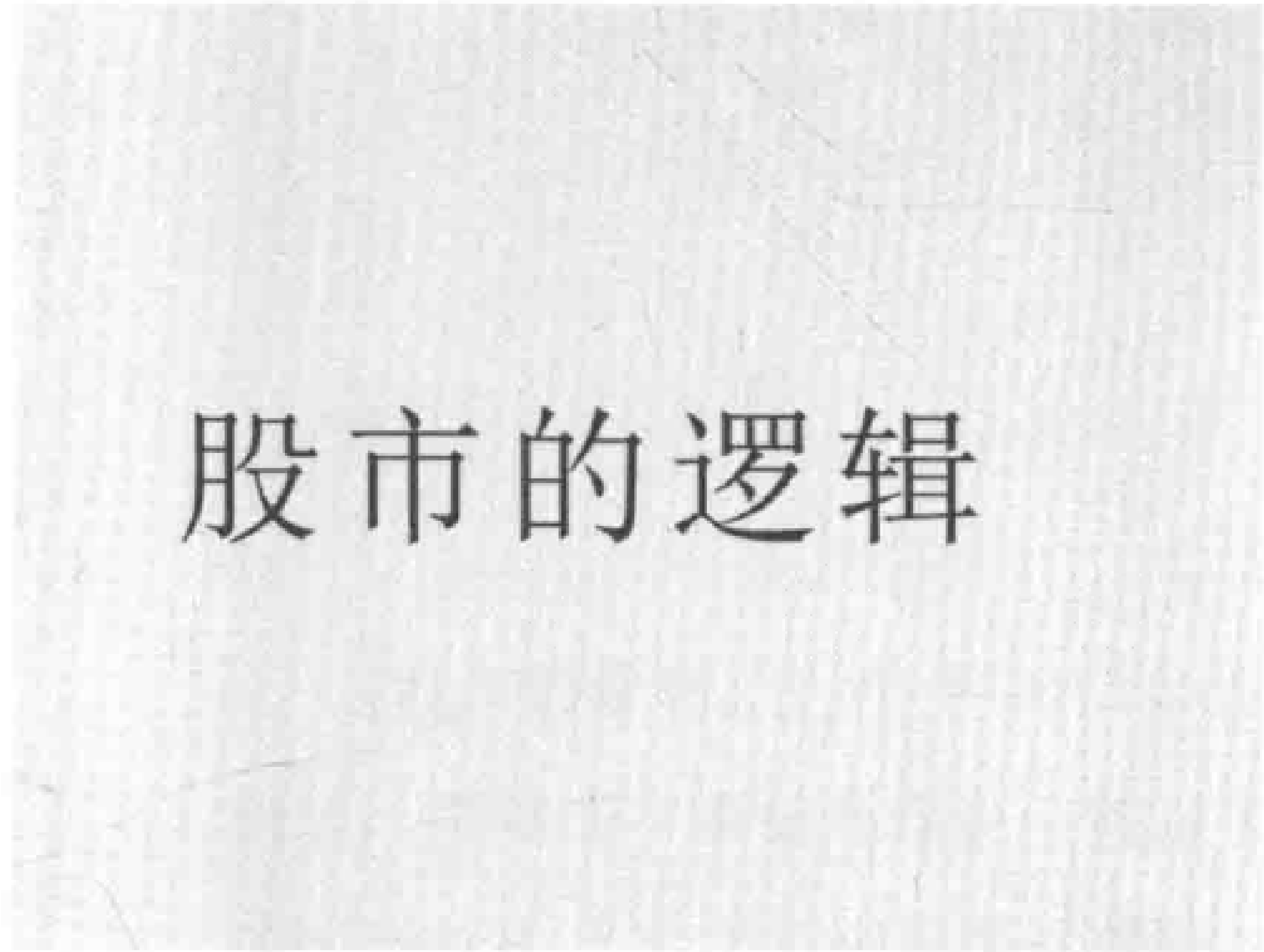
本章小结：

* 市场经济创造了人类的辉煌，我们可以建立起一个市场经济模型，用这个模型描述通过市场实现资源配置的结构。

* 当所有的资源（转化为商品）都可以通过一个市场结构描述时，我们只需要一个市场经济结构图即可。遗憾的是，科技成果要素资源是一种特殊的资源和商品，无法融入普通商品市场模型。

* 我国国情决定了我们需要建立两个经济模型。

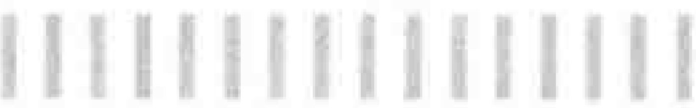
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



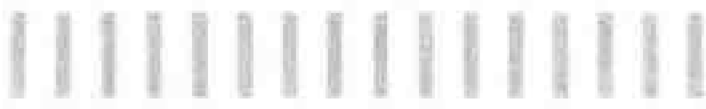
后记

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



后记



《股市的逻辑》一书于 2013 年基本完稿，由于多种原因拖至今年才出版，所以书中难免还存在一些过去的痕迹。考虑到中国股市面临的注册制新改革，[①] 如果不理清楚注册制、融资、上市这些错综复杂关系，可能会给中国股市带来新的危机。因此，在一个短时间内又将此书赶着出版，以至于书中难免出现一些这样或那样的错误，敬请读者原谅。

中国股市现状是大家都不愿意看到的，与中国经济走势并不相关，股市会出现暴涨暴跌、虚假信息、人为操纵市场等现象。尽管我们作了很多努力进行治理，但是效果并不明显。《股市的逻辑》一书，以全新的视角来探讨中国的股市现象。无论书中的观点正确与否，都希望能起到抛砖引玉的作用，提供给各位有志于中国股市改革的读者一条新的思路。

有三点是想要重点说明的。

第一，经济学（包括社会科学）与自然科学不同的是，新的理论（观点）

---

① 第六章专门为注册制改革而新增。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

无法通过实验室的试验去证明，所以采用时人们一般都比较谨慎，因为一旦失败成本很高，然而本书提出的大部分新理论（观点）实际上都是国际股市规范做法的总结。例如“银货对付”准则，这是股票市场必须要遵守的，或者说国外股市已经给我们做了大量试验后得出的正确结论，如果我们遵守了就不会付出类似光大证券乌龙指事件的代价。

第二，从中国股市至今没有实行“银货对付”准则就知道，二十多年的中国股市实际上是依靠券商的信用支撑运行的，没有中国券商的信用就没有中国股市的今天。尽管过去有些券商挪用过股民保证金，但是从来没有拖欠过交易所的结算资金，否则就是一场金融危机。我们要感谢过去中国券商为股市而做出种种努力。同时要清楚认识到，股票市场和直接融资市场的规范运作，必须建立在更好发挥券商（投资银行）作用基础上。

第三，《股市的逻辑》提出的科技股票市场、多类型多层次资本市场，不像“银货对付”那么简单，也无法做试验，那么我们是否要采用呢？稍加简单推理就可获得答案。美国纳斯达克取得了巨大的成功，世界各国都在模仿，包括我国模仿设计的中小板、创业板、新三板，为什么都没有获得纳斯达克那样的成功？过去我们把纳斯达克简单视为股票市场，又称创业板。而本书将它视为一个科技与金融结合的科技股票市场，是与传统股票市场存在质的区别的市场。既然我们已经沿着纳斯达克是传统股票市场的路走了十几年都走不通，为什么不能重新思考沿着科技股票市场之路走呢？

感谢中国改革开放，让我有机会能在期货、证券、产权、技术等新兴市场中遨游；感谢广发证券，其创始人陈云贤博士提出“知识图强、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

求实奉献”企业核心价值观吸引了我们一大批原来不懂证券的知识分子跳进了证券海洋；感谢那些曾经在证券市场之路帮助过我的人，使得我能够写出这本书。希望《股市的逻辑》一书能够帮助我们找到中国股市改革之路，找到中国科技发展之路。

陈培雄

gzcpx@sina.cn

2016年2月于广州

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

参考文献

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

参考文献

1. 黄理稳.《科学技术发展简史》. 华南理工大学出版社（1999 年）。

2. 张伟.《全球资源分布与配置》. 人民出版社（2011 年）。

3. 马斯洛.《人类动机的理论》. 中国人民大学出版社. 许金声等译（2007 年）。

4. 郑百灵.《试论科技进步是促进人类全面发展的动力》. 求实杂志.（4）21-23.（1993 年）。

5. 理查德. 鲍伍德.《伟大的发明》. 湖南科学技术出版社. 张正举李淑芬 / 译注.（1980 年）。

6. 陶承德.《科学技术是第一生产力》. 中国经济出版社（1992 年）。

7. 毛作权.《股份制概论》. 中国石油大学出版社（1990 年）。

8. 郑绍尧.《股份制经济新探》. 湖南师范大学出版社（1992 年）。

9. 周如昌.《股份制与股票市场》. 中央编译出版社（1995 年）。

10. 于纪渭.《股份制经济概论》(第三版). 上海复旦大学出版社(1999 年）。

11. 王波明. 北京. 将证券市场引入中国. 武汉文史资料.(3). 13-17.（2010 年）。

12. 陈炎兵、何五星.《中国为何如此成功》. 中信出版社（2008 年）。

13. 张维迎.《市场的逻辑》. 上海人民出版社（2010 年）。

14. 亚当·斯密.《国富论》. 唐日松等译. 华夏出版社（2004 年）。

15. 孙中山.《三民主义》. 岳麓书社（2000 年）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

16. 马克思、恩格斯．《马克思恩格斯选集》（第一卷）．中共中央马克思恩格斯列宁斯大林著作编译局译．人民出版社（1972 年）。

17. 中国电子商务研究中心．互联网对社会关系的影响研究（http://b2b.toocle.com/detail--5446227.html）（2010 年 12 月 10 日）。

18. 中国互联网络信息中心．第 31 次中国互联网络发展状况统计报告（http://www.cnnic.net.cn/gywm/shzr/shzrdt/201301/t20130115_38518.htm）（2013 年 2 月 6 日）。

19. 吴建平、李星、刘莹．【下一代互联网体系结构研究现状和发展趋势．中兴通讯技术，（2）．10-14】（2012 年）。

20. 谢建平．IPv9 的研究推广及其现实意义．新民网（http://www.news365.com.cn/wxpd/sm/smxw/201103/t20110302_2973065.htm）（2011 年 2 月 25 日）。

21. 林建．《大交易场：美国证券市场风云实录》．机械工业出版社（2007 年）。

22. 中国证券业协会．《证券市场基础知识》．中国金融出版社（2012 年）。

23. 周正庆．《证券知识读本》．中国金融出版社（1998 年）。

24. 弗兰克·J·法博奇、弗朗哥·莫迪利亚尼．《资本市场：机构与工具》（第二版）．唐旭等译．经济科学出版社（1998 年）。

25. 周琳杰．跨境证券结算问题研究（http://www.sse.com.cn/）（2004 年 08 月 09 日）。

26. 马克思．《资本论》（第一卷）．中共中央马克思恩格斯列宁斯

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大林著作编译局译．人民出版社（1975 年）。

27. 全国人民代表大会常务委员会．中华人民共和国证券法（http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/flb/flfg/flxzsf/201312/t20131205_239325.htm）（2005 年 10 月 27 日）。

28. 王炳根．【没落的中金．股市动态分析，(9)．12-14】(2013 年)。

29. 乔治•阿克洛夫．【"柠檬"市场：质量的不确定性和市场机制．经济导刊，(6)．1-8】(2001 年)。

30. 王小强．《投机赌博新经济》．大风出版社（2007 年）。

31. 李扬．《中小企业融资与银行》．上海财经大学出版社（2001 年）。

32. 康芒斯．《制度经济学》．于树生译． 商务印书馆（2009 年）。

33. 乔治•J•施蒂格勒．《价格理论》．李青原译．商务印书馆（1992 年）。

34. 盛洪．《分工与交易》．上海人民出版社（2006 年）。

35. 杨小凯、黄有光．《专业化与经济济织》．经济科学出版社（1999 年）。

36. 杨小凯．《当代经济与中国经济》．中国社会科学出版社 （1997 年）。

37. 王泽填．《经济增长中的制度因素研究》．中国经济出版社（2010 年）。

38. 陈云贤．《风险收益对应论》．北京大学出版社（1998 年）。

39. 周其仁：邓小平到底做对了什么？在芝加哥大学"中国改革 30 年讨论会"上的发言（2013 年 04 月 30 日）。

40. 刘凡、刘允斌．《产权经济学》．湖北人民出版社（2002 年）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

41. 刘庆辉．《技术市场探索与实践》．科技文献出版社（1999 年）。

42. 艾米•蔡.《大国兴亡录》. 刘海青、杨礼武译. 新世界出版社(2010 年）。

43. 周玉阳．《物质分类的意义与应用》．化学周刊•新课程版（2006 年）。

44. 卫兴华．“谁先提出“资本主义”“市场经济”概念”．经济研究参考（1997 年）。

45. 董辅礽．《用辩证的眼光看市场经济》【M】北京：生活．读书．新知三联书店（2002 年）。

46. 伍柏麟.《社会主义市场经济学教程》. 复旦大学出版社(1993 年)。

47. 王珏．《市场经济简明读本》．中共中央党校出版社（2000 年）。

48. 陈征．《政治经济学》（第三版）．高等教育出版社（2003 年）。

49. 卫兴华．“从商品经济到市场经济探索与认识的曲折历程”．新视野．(5).15-19（2009 年）。

50. 钱津．“论市场经济与商品经济的区别”．社会科学研究，（1）.46-50（2011 年）。

51. 百度百科．股份制（http://baike.baidu.com/view/34002.htm）（2013 年 2 月 3 日）。

52. 东鸟．《网络战争》．东南出版社（2009 年）。

53. 吴敬琏．《制度重于技术》．中国发展出版社（2002 年）。

54. 陈志武．《金融的逻辑》．国际文化出版公司（2009 年）。

55. 王小强．《投机赌博新经济》．大风出版社（2007 年）。

56. 周小川．《资本市场的多层次特性》．金融市场研究．2013 年第

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

8 期。

57. 任毓骏．“美要来华核查高科技”．人民网（http://www.people.com.cn/GB/paper68/10471/953608.html）（2003 年 10 月 24 日）。

58. 科技统计．国家科技部网站（http://www.most.gov.cn/kjtj/）。

59. 《国家创新指数报告 2010》中国科学院网站（http://www.cas.cn/xw/kjsm/gndt/201102/t20110225_3075687.shtml）。

60. 马克思、恩格斯．《共产党宣言》．外语与教学研究出版社（1998 年）。

61. 马克思、恩格斯．《费尔巴哈．马克思恩格斯选集》第一卷．人民出版社（1972 年）。

62. 上海证券交易所．业务规则（http://www.sse.com.cn/lawandrules/sserules/all/）。

63. 香港交易所．规则与监管（http://www.hkex.com.hk/chi/rulesreg/regulatory_c.htm）。

64. Richard ·J· Teweles、Edward· S ·Bradley. 《The Stock Market》.7th edition.John Wiley & Sons.Inc(1998).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股市的逻辑

THE LOGIC OF STOCK MARKET

直接融资市场与股票市场是两个不同的市场。懂得区分才懂得这两个市场。

制度创新可以推动技术创新，科技股票市场对我国发展科技的意义重大。科技股票市场的提出，使得资本市场从多层次变更为多类型多层次。

注册制是实现市场配置资金资源的必要条件，但不是充分条件。建立投资银行机制才是市场配置资金资源的充分条件。但是从注册制到投资银行机制需要一个较长的过渡期，从而我国建立市场化直接融资机制存在一个真空期。

上市的注册制与直接融资的注册制是两个不同的批准制；金融的融资属性与金融的工具属性是两个不同的属性。

上架建议：金融类



定价：48.80元